SERIE CONTRIBUTI VOLUME XI

ENRICO GALANTI
RAFFAELE D'AMBROSIO
ALESSANDRO V. GUCCIONE

STORIA DELLA LEGISLAZIONE BANCARIA FINANZIARIA E ASSICURATIVA

DALL'UNITÀ D'ITALIA AL 2011

PREFAZIONE DI
FABRIZIO SACCOMANNI

Marsilio

PREFAZIONE

L'opera che esce oggi in edizione definitiva è stata già presentata, in una versione provvisoria, durante il seminario, tenutosi il 14 ottobre 2011 in Banca d'Italia, nell'ambito delle celebrazioni per il centocinquantenario dell'Unità del nostro paese, nel corso delle quali sono stati presentati una serie di studi promossi dalla Banca d'Italia, sia nel campo economico che giuridico, concernenti quell'ampio periodo storico.

Il nucleo dell'opera si può rinvenire nel capitolo introduttivo, dedicato alla storia, di un volume di diritto delle banche e degli intermediari uscito nel 2008 in un trattato di diritto dell'economia.

Da quel capitolo è scaturita l'ispirazione per un lavoro corale, durato tre anni, che ha dato luogo a un'articolata opera su di un secolo e mezzo di legislazione bancaria, finanziaria e assicurativa.

Rispetto a quel primo nucleo essenziale, l'opera presentata per le celebrazioni del centocinquantenario si caratterizzava per una maggior ampiezza (dignità autonoma del settore borsa e finanza, aggiunta di quello assicurativo, prima non trattato) e profondità (utilizzo di un maggior numero di fonti, sia documentali che bibliografiche, com'è evidente dal vasto impianto di note a piè di pagina). L'edizione provvisoria si connotava anche per una maggior attenzione alla dimensione internazionale ed europea, con una trattazione sintetica di argomenti importanti quali la cooperazione internazionale e, quindi, la BIRS, la BERS e il FSF, poi trasformato in FSB.

Questo più ampio impianto viene ora presentato, per l'edizione definitiva (che tiene conto di suggerimenti e critiche di autorevoli partecipanti al predetto seminario), alleggerito della Parte IV, dedicata alla crisi e ai suoi riflessi sulla normativa di settore (che dovrebbe formare oggetto di un'autonoma pubblicazione), i cui paragrafi relativi agli sviluppi normativi meramente nazionali vengono, tuttavia, recuperati nell'attuale versione.

Un primo spunto che mi piace cogliere dalla lettura dell'opera è quello relativo alla consapevolezza della circolarità che caratterizza le interazioni fra economia e diritto. L'analisi storica e la comparazione fra questi tre importanti settori del diritto dell'economia confermerebbero l'opportunità di guardare al diritto stesso non come una semplice sovrastruttura tesa a registrare lo *status quo* dei rapporti economici e sociali e delle scelte politiche ma come un fattore dinamico che – strettamente legato alla politica – tende a influire su tali rapporti e tali scelte e ne è a sua volta influenzato. Ecco, allora, che lo studio storico del come e perché siano state esercitate alcune opzioni di politica legislativa e di come esse abbiano retto alla prova del tempo diventa indispensabile sia per un'applicazione consapevole delle norme esistenti che per un corretto disegno di quelle nuove. Il tentativo degli autori dell'opera di non fermarsi agli aspetti strettamente giuridici ma di tener conto dello scenario economico è evidente anche da un semplice sguardo alle note, dove vedo spesso citate opere di storici dell'economia, inclusi quelli che operano nella struttura della banca dedicata a questo tipo di ricerche.

La stretta connessione fra economia e diritto caratterizza, del resto, tutto l'ambiente di lavoro della Banca d'Italia. E anche quest'opera mi sembra un esempio riuscito di come una particolare cultura professionale possa felicemente innestarsi e fecondare un ambiente, come quello della Banca d'Italia, per ovvi motivi connotato dalla prevalenza della cultura economica.

Al riguardo, ritengo che un'opera come questa, caratterizzata da una prospettiva eminentemente storica, possa suggerire più di uno spunto anche allo studioso di *law and economics*. Essa ci aiuta infatti a riflettere su quale possa essere lo specifico dei giuristi e degli economisti nell'utilizzo di questo metodo, che definirei di tipo «trasversale». I primi mi sembrano infatti più adatti a utilizzare, come fanno gli autori di quest'opera, l'economia (e la sto-

ria economica) per spiegare i fattori che muovono i cambiamenti della legislazione e come si arrivi all'introduzione di alcune norme, i secondi, forse, ad analizzare (dopo una corretta lettura delle disposizioni) l'impatto di una nuova legislazione sullo scenario economico. Nel far questo, ovviamente, gli uni hanno bisogno degli altri, nella consapevolezza di quella circolarità che caratterizza, appunto, le interazioni fra economia e diritto.

Un'altra prospettiva che l'analisi storica del diritto appare schiudere è quella del come e da chi vengono fatte le norme. Tanto per fare un esempio, alle riflessioni sul ruolo del *brain trust* dell'IRI nella messa a punto della legge bancaria del 1936-38, l'opera consente di aggiungere analoghe considerazioni per quanto riguarda i testi normativi a noi più vicini quali, il testo unico bancario e quello della finanza.

Un ulteriore *fil rouge* importante che l'opera segue è quello delle crisi, evidenziando come esse siano da sempre state uno dei fattori che più ha influito su buona parte della legislazione di settore. A esso si è affiancato, negli ultimi anni, quello che, nell'opera, viene individuato come l'altro grande «motore» di tale normazione: il diritto dell'Unione. E, in effetti, si sottolinea come anche le sistematizzazioni recenti – come il t.u.b., il t.u.f. e il codice delle assicurazioni – siano indirettamente figlie del diritto dell'Unione, che ha per esse agito da occasione e stimolo. Così come del resto sembra aver fatto per il varo di riforme epocali come la c.d. «legge Amato» che – avviando con il cambiamento della forma giuridica delle banche pubbliche la grande stagione italiana delle privatizzazioni – ha, in pratica, innescato una significativa evoluzione della nostra economia. Anche qui è interessante notare come tale riforma non ci fosse stata imposta dalle direttive comunitarie ma fosse comunque necessaria per consentire al nostro sistema di fronteggiare quella competizione su scala continentale che le direttive stesse stavano per introdurre.

Voglio attenermi alla regola aurea del prefatore (quella di non occupare troppo spazio) chiudendo queste mie considerazioni introduttive con due notazioni che testimoniano come lavori come questo possano fornire indicazioni utili a operare nel presente. Soffermandoci infatti sugli eventi che riguardano gli ultimi venti anni mi sembra che quest'opera dia, da un lato, un utile contributo alla valutazione della tenuta dei testi unici (soprattut-

to quello bancario) come contenitori, tendenzialmente unici, appunto, della normativa di settore. Credo che ciò sia un dato di fatto sul quale riflettere proprio nel momento in cui sembra tornare di attualità il progetto di un più ampio «testo unico dei testi unici». Dall'altro, essa ci aiuta nell'analizzare l'evoluzione delle *authorities* di settore, a capire meglio tratti comuni e specificità di questi organismi, così importanti per il panorama istituzionale italiano. È questo, ancora una volta, un argomento nel quale la Storia ci aiuta a interpretare un presente nel quale vengono attuati progetti di semplificazione del panorama delle *authorities* che operano in campo finanziario.

FABRIZIO SACCOMANNI

INTRODUZIONE

di Enrico Galanti

1. Struttura dell'opera e guida alla lettura. – 2. Tecniche e caratteri della legislazione bancaria, finanziaria e assicurativa.

1. *Struttura dell'opera e guida alla lettura*

Gli autori, una volta messa a punto una prima versione del lavoro, si sono trovati di fronte al seguente dilemma: procedere in modo rigidamente cronologico, adottando le più comuni partizioni di storia generale e mettendo in parallelo i tre settori – banche, finanza e assicurazioni – per ogni periodo ovvero trattare ognuno di essi in modo distinto e compiuto nell'arco dell'intero secolo e mezzo?

L'idea originaria era la prima, ma è stata abbandonata (non senza un certo travaglio) a favore della seconda, la quale, sia pure a scapito dell'effetto sinottico su scala ravvicinata, dà modo di apprezzare le logiche intrinseche di evoluzione dei singoli settori. Si può quindi dire che gli autori, pur consapevoli di come il mercato vada ormai in parte annullando le differenze settoriali, siano stati in qualche modo condizionati da una sorta di *path dependency* storica.

Questa scelta di fondo, lasciando intatta l'evoluzione intrinseca a ogni singolo settore, permette tuttavia, allargando lo sguardo di insieme a partire dall'indice e con il suo ausilio, di apprezzare analogie e convergenze. Alcune di esse sono state individuate nel

paragrafo che segue, altre sono evidenziate nelle singole parti, altre ancora vengono lasciate alla sensibilità del lettore.

Nell'edizione provvisoria curata dal Centro Stampa della Banca d'Italia e presentata al seminario del 14 ottobre 2011, i tre settori erano invece trattati insieme nella Parte IV, dedicata agli ultimi anni, quelli della crisi. Come ricordava il nostro prefatore, espunta quest'ultima parte, quelle settoriali contengono ora, alla fine, una breve sintesi dei provvedimenti nazionali più legati alla crisi. Una breve descrizione della nuova architettura di vigilanza europea è tuttavia contenuta alla fine della Parte II, atteso che le considerazioni che lì si fanno circa il settore finanziario e l'European Securities and Markets Authority (ESMA) sono estendibili anche a quello bancario e assicurativo e alle relative *authorities* (European Banking Authority - EBA ed European Insurance and Occupational Pensions Authority - EIOPA).

Il lavoro si rivolge sia agli studiosi – ai quali cerca di offrire una lettura di prima mano anche dei testi normativi più risalenti e di documenti non sempre facilmente reperibili e un vasto impianto di rinvii bibliografici – che al giurista pratico e allo studente che si accostino per la prima volta alla materia. È pensando a questi ultimi che si è cercato di descrivere, in modo sintetico e immediato, il contenuto dei più importanti interventi normativi al fine di facilitare la comprensione del momento in cui, nel nostro ordinamento giuridico, è stato introdotto un determinato istituto e della sua successiva evoluzione.

L'opera cerca di accompagnare, almeno in parte, la descrizione dell'evoluzione della legislazione con la narrazione della storia della banca, della finanza e delle assicurazioni *tout court* nella consapevolezza di quella circolarità che caratterizza le interazioni fra economia e diritto sulla quale anche il nostro prefatore si è soffermato. L'auspicio è che il presente lavoro possa contribuire ad allineare, mettere ordine, accostare affinché linee di tendenza, corsi e ricorsi, deviazioni impreviste siano percepiti dallo sguardo del lettore più che imposti dalle sovrastrutture e dal «senno di poi» degli autori che pure provano, nel paragrafo che segue e nelle rispettive parti introduttive dedicate alla finanza e alle assicurazioni, a individuare fili conduttori e criteri di ricostruzione di tematiche e storie. L'opera tiene conto della normativa emana-

ta sino a tutto il 2011 e non affronta, pertanto, sviluppi e riforme, ancorché importanti, intervenuti successivamente.

* * *

Non è possibile ricordare qui tutte le persone che, anche con il solo stimolo ed esempio, hanno aiutato a concepire e realizzare quest'opera. Per quanto mi riguarda voglio tuttavia rivolgere un ringraziamento particolare al dottor Alfredo Gigliobianco per le critiche e i suggerimenti formulati sul primo nucleo di questo lavoro, al professor Mario Porzio, mio autorevole *discussant* al seminario del 14 ottobre 2011 ricordato nella prefazione, per le integrazioni consigliatemi che mi hanno consentito di arricchire e integrare l'opera (in particolare il cap. V, parr. 1 e 3 della Parte I), al professor Sabino Cassese, anch'egli per la paziente lettura dell'edizione provvisoria e le integrazioni suggeritemi, fra le quali la trattazione, ancorché sintetica, della materia valutaria (che non avrei potuto agevolmente ricostruire senza le indicazioni bibliografiche e i consigli cortesemente fornitimi dagli avvocati Paolo Luigi Guiso e Antonio Spallanzani), a tutti i partecipanti al predetto seminario e, in particolare, all'avvocato Marino Perassi, che lo ha coordinato e mi ha sostenuto e stimolato nella realizzazione dell'opera e al professor Francesco Carbonetti, per il suo intervento che mi ha consentito di colmare una lacuna. Un grazie anche a Roberta Pilo e agli altri colleghi della Biblioteca giuridica della Banca d'Italia per l'aiuto nel reperire documenti e per l'organizzazione del predetto seminario e al dottor Federico Barbiellini Amidei, mia paziente interfaccia con la Collana Storica della Banca d'Italia.

2. *Tecniche e caratteri della legislazione bancaria, finanziaria e assicurativa*

L'osservazione storica permette di enucleare alcuni caratteri di fondo (in altre parole si potrebbe dire l'«essenza») della legislazione bancaria, finanziaria e assicurativa per come si è andata formando dall'Unità del paese a oggi.

Il primo tratto che emerge è quello della regolamentazione iniziale del solo fenomeno dell'emissione, nel senso che i primi

istituti di quella che verrà poi definita «vigilanza» vengono sperimentati proprio per controllare l'emissione dei biglietti di banca, intesa come attività di interesse pubblico, mentre la normale attività di banca commerciale (al pari di quella assicurativa, dove la disciplina speciale interviene inizialmente piuttosto sul contratto che sull'impresa) ancora non viene assoggettata a controlli diversi rispetto alla generalità delle attività economiche. In questo senso, alcuni commentatori hanno individuato nella legge del 1874 sugli istituti di emissione una legge bancaria *ante litteram*, mentre la legge del 1893 sul riordino degli stessi istituti inizia a distinguere più decisamente fra il ruolo di emissione e quello del credito all'economia limitando le operazioni che sono consentite alle banche abilitate a «stampare» carta moneta. È comunque negli anni Dieci e Venti del XX secolo che si può individuare il periodo nel quale matura la consapevolezza della necessità di sottoporre a una regolamentazione specifica e più pregnante l'attività bancaria, finanziaria e assicurativa. Si pensi, solo per fare qualche esempio, alla legge sull'introduzione del monopolio delle assicurazioni sulla vita del 1912, a quella sull'ordinamento di borsa del 1913, all'abolizione del monopolio sull'assicurazione sulla vita nel 1923, alla legge bancaria del 1926 e alla legislazione di borsa del 1925-26.

Un'altra caratteristica che è possibile delineare nel formarsi della legislazione bancaria (e in qualche misura anche di quella finanziaria) è che essa può essere sovente considerata come di reazione alle crisi che periodicamente colpiscono il sistema. Così, la nascita stessa della Banca d'Italia nel 1893 è accelerata dallo scandalo della Banca Romana, la legge bancaria del 1926 fa in qualche modo tesoro dell'esperienza dei dissesti del 1893-94 e del 1907, e quella del 1936-38 sancisce la sistemazione giuridica delle soluzioni adottate «sul campo» per far fronte alla crisi della banca mista seguita alla grande depressione[1]. Il tratto di rea-

[1] Il legame fra crisi e legislazione bancaria è evidenziato anche da F. Belli, S. Maccarone, *Le crisi bancarie: il caso del Banco Ambrosiano*, Milano 1985, pp. VII ss., i quali notano che: «[...] la patologia bancaria, piuttosto che la fisiologia, ha finito per scandire, con regolarità impressionante, le tappe essenziali di quello che è stato definito [...] il "processo di riorganizzazione a sistema" dell'attività e delle imprese bancarie [...]».

zione a uno stato di crisi può dirsi assente solo nell'opera di unificazione legislativa compiuta con il t.u.b. del 1993 e il t.u.f. del 1998 – che possono considerarsi invece manifestazione dell'altro grande e più recente «motore» della legislazione di settore: il diritto dell'Unione Europea –, ma torna nella legge di riforma del risparmio del 2005 che può essere considerata come una risposta ai *default* della Cirio e della Parmalat e al caso Antonveneta. Questo tratto contraddistingue invece in minor misura la legislazione assicurativa. Ciò non deve, in effetti, meravigliare se si ha presente come, per loro natura, gli intermediari assicurativi siano in una posizione differente, rispetto alle banche e agli operatori di borsa, tanto nel processo di formazione del capitale (sia di rischio che di debito) che nei meccanismi di trasmissione dei fenomeni finanziari all'economia reale.

Diverso e peculiare è poi l'impatto della crisi degli ultimi anni che, nata nel 2007 nel settore USA dei mutui *subprime*, si è estesa all'Europa diventando, in un secondo tempo, crisi del debito di alcuni paesi dell'Unione e quindi, in qualche modo, dello stesso progetto «comunitario». Essa, come si diceva, è trattata in quest'opera essenzialmente per i suoi riflessi nazionali e settoriali, ripromettendosi gli autori di dedicare a questo tema un successivo approfondimento.

Altro tratto distintivo della legislazione bancaria (e in seguito anche di quella finanziaria) è quello di essere una normazione prevalentemente di principi, di allocazione di poteri con una delega di regolamentazione concreta alla normativa secondaria delle autorità di controllo. È la conclamata elasticità della legge bancaria del 1936-38, caratteristica che si trasfonde poi sia nel t.u.b. del 1993 che nella legislazione sulla CONSOB e nel t.u.f. del 1998. Questa peculiarità era un tempo meno presente nel settore assicurativo, che mostrava una certa tendenza ad allocare nella legge anche norme di un certo dettaglio (probabilmente perché disciplina del contratto e dell'attività erano più connesse) ed era arrivato prima degli altri alla codificazione in testo unico delle disposizioni primarie rilevanti (1959). Più di recente, tuttavia, con l'attribuzione all'ISVAP di un potere regolamentare di tipo generale (cfr. art. 5, comma 2, del Codice delle assicurazioni, d.lgs. n. 209/2005), tale caratteristica sembra essersi progressivamente estesa anche a tale comparto. In questo senso, può dirsi che la legislazione di set-

tore sia stata antesignana di tecniche di *better regulation* (che prevedono che al livello primario siano affidate le sole norme di principio riservando a quello regolamentare la disciplina di dettaglio) prevalse solo di recente in altri campi dell'ordinamento nazionale e a livello comunitario, aiutata dalla circostanza di essere una normazione eminentemente tecnica e costretta a seguire le continue evoluzioni del mercato.

A livello del diritto delle fonti, uno dei fenomeni che l'evoluzione della «legislazione» di settore permette di osservare (in parte collegato al peculiare rapporto fra normativa primaria e secondaria appena esaminato) è il progressivo sfaldamento dei confini fra ordinamento generale e ordinamento settoriale. L'estendersi della normativa primaria e delle autorità di controllo a soggetti che non sono solo intermediari vigilati (si pensi al fenomeno della vigilanza su base consolidata) ovvero a settori (come la trasparenza e le forme contrattuali) nei quali la norma (riguardando il rapporto con il cliente) tocca, seppur indirettamente, anche il cittadino-consumatore non soggetto ai poteri di supervisione (fenomeno questo molto evidente nel settore assicurativo, dove la regolamentazione da sempre riguarda anche forma e struttura del contratto), fa saltare lo schema dell'ordinamento sezionale all'interno del quale, fino agli inizi degli anni Novanta dello scorso secolo, era possibile collocare integralmente le norme di vigilanza. Se a ciò si aggiunge che le autorità di controllo, anche in quanto parte dell'organizzazione europea di settore, oltre ad avere un ruolo di primo piano nella c.d. fase ascendente del diritto comunitario, danno a volte ad esso diretta attuazione, il «sistema delle fonti» risulta a un tempo meno definito e sempre più basato su criteri diversi da quello della semplice e tradizionale gerarchia, tendenza quest'ultima individuata già da tempo dagli studiosi di diritto costituzionale.

Se il confine fra l'ordinamento sezionale e quello generale è in gran parte svanito, anche la frontiera fra norma pubblica e norma «privata» risulta mobile. Si pensi alla privatizzazione della Società-mercato, che ha fatto passare le regole dell'ammissione in borsa dall'uno all'altro campo, o alla tendenza – già manifestatasi in forme analoghe con i promotori finanziari – a delegare la vigilanza su intermediari «minori» (ad es. i Confidi, i soggetti attivi nel microcredito) a organismi «aventi personalità giuri-

dica di diritto privato» e ordinati «in forma di associazione» che dovranno necessariamente produrre norme vincolanti per i soggetti vigilati al fine di svolgere i compiti a loro affidati dalla legge (ad es. tenuta degli elenchi, fissazione della misura dei contributi).

Un altro interessante angolo di osservazione che l'analisi della legislazione di settore in una prospettiva storica schiude è quello della «lunga marcia» delle nuove *authorities* di settore verso la conquista di maggiori livelli di autonomia e competenza nei confronti delle strutture ministeriali di riferimento, seguendo il modello costituito dalla Banca d'Italia. Questa prospettiva sfocia, infatti, nel dibattito sulle autorità amministrative indipendenti consentendo di delineare (al di là delle peculiarità di ciascuna di esse) un importante ruolo comune proprio in quello di essere istanze di regolamentazione, soggetti ai quali la legge conferisce un ampio spazio di normazione secondaria. Siamo quindi di fronte a snodi istituzionali fondamentali, ad autorità che non solo provvedono nel caso concreto ma dettano anche gran parte delle regole del gioco e per le quali all'allentarsi dei vincoli con il circuito di legittimazione democratica Parlamento-governo (che influisce, a monte, nella formazione della norma primaria nonché nel procedimento di nomina degli organi di vertice) fa da contrappeso l'inserimento nei meccanismi istituzionali comunitari e un controllo giudiziale intrinseco, ormai affidato a un unico giudice, ed effettuato con gli strumenti della giurisdizione esclusiva.

Un più recente e importante tratto distintivo della legislazione bancaria, finanziaria e assicurativa (che la caratterizza a partire dalla fine degli anni Settanta dello scorso secolo) è, come si accennava, il suo essere essenzialmente di derivazione europea. Le direttive settoriali di edificazione del mercato unico producono, inizialmente tramite l'armonizzazione minima e il mutuo riconoscimento (a sua volta stimolo per ulteriori armonizzazioni volontarie), un diritto comune europeo che, in seguito – tramite i Comitati di settore basati su reti di autorità di controllo nazionali –, si estende agli stessi meccanismi di formazione del diritto dell'Unione e di sua attuazione negli ordinamenti nazionali, facendo di recente segnare, con la creazione di vere e proprie autorità europee di settore e con un'istanza di coordinamento macro-prudenziale, ulteriori progressi sulla strada dell'integrazione

comunitaria. Quest'ultima – tramite i suoi principi e istituti portanti (libera concorrenza, *home country control*, reciproco riconoscimento, vigilanza prudenziale basata su *ratios*) – ha prodotto un crescente riavvicinamento intersettoriale (soprattutto per quanto riguarda il metodo e le procedure) fra legislazione bancaria, finanziaria ed assicurativa molto evidente, soprattutto a partire da inizio anni Novanta del XX secolo.

Dal punto di vista dello studio della materia, si può infine osservare come la legislazione bancaria, finanziaria e assicurativa sia disciplina a cavallo fra il diritto pubblico (e in particolare quello amministrativo) – nella parte in cui conferisce e modula i poteri delle autorità di controllo – e il diritto privato (in specie quello commerciale) – nella parte che concerne la struttura degli intermediari (s.p.a. come modello prevalente) e il loro operare con i clienti (contratto) – condividendo così una caratteristica comune al diritto pubblico dell'economia del quale costituisce parte essenziale. L'integrazione sempre crescente fra questi due livelli[2] offre allo studioso un campo di indagine di particolare interesse.

[2] Della quale costituiscono importanti esempi il potere conferito alle autorità di incidere e determinare la forma dei contratti (art. 117, comma 8, t.u.b., e art. 95, comma 4, t.u.f.) e l'assurgere della trasparenza a finalità di vigilanza (art. 127, comma 1, t.u.b.).

PARTE I.
LE BANCHE

di Enrico Galanti

I.
LA SITUAZIONE PREUNITARIA

1. *Un'istantanea dell'assetto*

Un profilo di storia della legislazione bancaria e finanziaria italiana rischierebbe di essere scarsamente comprensibile se non ci si soffermasse a riassumere quali erano la situazione economico-finanziaria e lo sviluppo dell'industria bancaria nella penisola prima dell'unificazione.

Al riguardo si può affermare che unanime è il giudizio della storiografia economica sul fatto che il movimento che porta alla nascita dell'attività bancaria moderna nella prima metà del XIX secolo vede gli Stati della penisola in posizione arretrata rispetto al resto dell'Europa[1] anche se: «quasi tutti i gruppi di province che confluirono nel Regno possedevano una struttura bancaria pro-

[1] Per una sintesi efficace, cfr. N. Colajanni, *Storia della banca in Italia da Cavour a Ciampi*, Roma 1995, pp. 9 ss. Per approfondimenti specifici, cfr. D. De Marco, *Banca e credito in Italia nell'età del Risorgimento: 1750-1870* e L. De Rosa, *La formazione del sistema bancario italiano*, in Atti del Convegno della Società italiana degli storici dell'economia (SISE), Verona 1988; G. Conti, *Banche, banchieri e formazione del sistema finanziario italiano dal Risorgimento al 1914: i caratteri originari*, in G. Conti, A. Cova, S. La Francesca, *Lezioni sulla formazione del sistema bancario italiano*, Milano 2010.

pria, sia pure embrionale»[2]. La penisola, che nel tardo Medioevo e nel Rinascimento aveva assunto una posizione *leader* nell'attività bancaria – allora dominata dalle grandi famiglie fiorentine e senesi che avevano forgiato o sviluppato anche gli strumenti tipici del mestiere, quali lettera di cambio, cambiale e registrazione in partita doppia –, aveva poi visto un declino della propria economia (rimasta sostanzialmente agricola) mentre i centri della nascente produzione di massa si spostavano, a partire dal XVI secolo, in Inghilterra, Francia e Olanda i cui banchieri finanziavano l'esportazione delle merci da parte dei propri mercanti.

L'attività bancaria intesa in senso moderno (quale credito alla produzione) nasce nella prima metà del XIX secolo stimolata dalla domanda di capitali richiesta dallo sviluppo economico (ferrovie, edilizia nelle grandi città, industrie) e dal collocamento del debito pubblico reso necessario da esigenze belliche e dall'assunzione di nuovi compiti da parte degli Stati e dei loro programmi di espansione coloniale. L'Italia, pur sperimentando un certo sviluppo industriale (specie al nord fioriscono le imprese di trasformazione dei prodotti agricoli e in particolare l'industria serica), rimane in genere piuttosto arretrata (al sud domina ancora una struttura sociale di tipo feudale), svantaggiata anche dalla frammentazione politica che non favorisce il formarsi di mercati di vaste dimensioni e lo sviluppo di un'ampia rete ferroviaria.

È stato in proposito osservato come:

> In particolare, l'arretratezza finanziaria italiana si compendiava almeno nei seguenti elementi: a) crisi finanziarie ricorrenti negli stati preunitari; b) limitatezza del settore monetario dell'economia; c) mancanza di istituzioni creditizie, anche a breve termine, analoghe a quelle esistenti ormai da qualche decennio nei paesi europei più sviluppati [...]; d) forti elementi di dualismo ed esposizione all'usura di larghi strati della popolazione[3].

[2] Così R. De Mattia, *Gli Istituti di emissione in Italia. I tentativi di unificazione 1843-1892*, Roma-Bari 1990, p. 10.

[3] M. Onado, *La lunga rincorsa: la costruzione del sistema finanziario*, in P. Ciocca, G. Toniolo (a cura di), *Storia economica d'Italia*, III, *Industrie, mercati, istituzioni*, 2, *I vincoli e le opportunità*, Roma-Bari 2003, p. 384.

e come: «[...] dopo il periodo napoleonico, l'Italia si trovò con una struttura bancaria, per molti versi, catapultata indietro di decenni e, al tempo stesso, costretta anche a misurarsi con i problemi finanziari di un'epoca nella quale occorrevano soluzioni in gran parte inedite»[4].

Vale comunque la pena di ricordare come i soggetti che svolgevano nella penisola attività bancaria da più lungo tempo erano quei banchi pubblici sorti nella seconda metà del XVI secolo per sottrarre ai privati le operazioni di deposito e cambio e mettere a disposizione degli «Stati» una riserva alla quale attingere in caso di bisogni finanziari straordinari[5].

Banchi della specie erano sorti quindi a Napoli (ben otto a partire dal 1584), in Sicilia (uno a Palermo nel 1552 e uno a Messina nel 1587), a Genova (uno nel 1586), Venezia (uno nel 1587), Milano (uno nel 1593), Torino (la Compagnia di San Paolo nel 1563), Roma (il Banco di Santo Spirito nel 1606), Siena (il Monte dei Paschi nel 1624[6]). Nei secoli successivi questi banchi vissero alterne vicende: alcuni scomparvero, altri si fusero e si rafforzarono accentuando la loro anima bancaria accanto a quella di opera pia. Gli organismi che superarono anche il periodo napoleonico, San Paolo di Torino[7], Santo Spirito[8], Monte dei Paschi[9], formarono il nucleo di quelli che la legge bancaria del 1936 avrebbe poi qualificato come istituti di credito di diritto pubblico.

[4] Conti, *Banche, banchieri* cit., pp. 14 s.

[5] Su tale fenomeno, cfr. C. Bermond, *Una rassegna del pensiero degli storici dell'economia su banche e credito negli Stati preunitari e nell'Italia liberale, 1815-1926*, in Atti del Convegno, *Recenti tendenze della storiografia italiana* (Cassino, Università di Cassino, 27 settembre 2002), in «Riv. storia fin.», n. 9, luglio-dicembre 2002, pp. 10 ss. Il saggio (dal quale sono tratte parte delle indicazioni bibliografiche che seguiranno) è ricco di spunti non solo storiografici ma di storia economico-finanziaria *tout court*, in particolar modo per quanto riguarda il Piemonte sabaudo.

[6] In realtà tale istituzione creditizia sembra affondare le proprie radici in un precedente organismo attivo già dal 1472. Sul punto, cfr. D. De Marco, *Sulla "data di nascita" del Monte dei Paschi di Siena. Una questione aperta?*, in «Ann. storia econ. soc.», VI, 1965, p. 145.

[7] Sul quale cfr. M. Abrate, *L'Istituto bancario San Paolo di Torino*, Torino 1963.

[8] Sul quale cfr. E. Ponti, *Il Banco di Santo Spirito e la sua funzione economica in Roma papale*, Roma 1951.

[9] Sul quale cfr. N. Mengozzi, *Il Monte dei Paschi e le sue aziende. Compendio di notizie storiche e statistiche (1472-1912)*, Siena 1913.

Nell'ambito di questa categoria, menzione a parte può essere fatta del Banco delle due Sicilie, nel quale erano confluiti alcuni degli antichi banchi napoletani, che fu riorganizzato sotto Ferdinando I di Borbone operando sotto il nome di «Cassa di corte» come tesoreria pubblica e come «Cassa privati» nelle normali operazioni bancarie. All'Unità d'Italia esso cambia la sua denominazione in Banco di Napoli al quale il decreto sul corso forzoso del 1866 attribuisce la qualifica di istituto di emissione, riconoscendo corso legale alle fedi di credito e alle polizze da esso rilasciate[10]. Dalle sezioni di Palermo e di Messina del Banco delle due Sicilie nasce nel 1850 il «Banco regio dei reali domini al di là del faro» che, con l'Unità, assume la denominazione di Banco di Sicilia e condividerà poi con il Banco di Napoli la sorte di istituto di emissione «minore» sino al 1926[11].

Altra istituzione di tipo creditizio diffusa nella penisola prima dell'Unità sono i monti di pietà e i monti frumentari (che prestano ai contadini le sementi) i quali – nati nell'Italia centrale a partire dalla fine del XV secolo per iniziativa di autorità ecclesiastiche, comunali o istituzioni laiche e famiglie signorili – si diffondono nei secoli successivi negli Stati sabaudi e vengono rilanciati dai Savoia nel Settecento, secolo in cui si accentua la loro trasformazioni da enti di tipo assistenziale a soggetti creditizi. Nel Mezzogiorno, nella prima metà dell'Ottocento, si assiste a un ampio fiorire di monti frumentari, favoriti da Ferdinando II, ai quali si affiancano presto monti pecuniari (che prestano invece piccole somme di denaro) tanto che, alla vigilia dell'unificazione (nel 1857), il Regno delle due Sicilie ne contava ben 1.120. In questo caso la loro diffusione territoriale compensa la scarsa dotazione patrimoniale e, nel sud, la relativa minor presenza delle casse di risparmio[12].

[10] Per notizie approfondite su di esso è opportuno consultare i tre volumi della *Storia del Banco di Napoli*, curati dalla Direzione generale in occasione del IV centenario e precisamente: R. Filangeri, *I banchi di Napoli dalle origini alla costituzione del Banco delle due Sicilie (1539-1808)*, Napoli 1940; D. De Marco, *Il Banco delle due Sicilie (1808-1863)*, Napoli 1958; L. De Rosa, *Istituto di emissione nell'Italia unita (1863-1926)*, Napoli 1989, 3 tomi.

[11] Sul quale cfr. R. Giuffrida, *Il Banco di Sicilia. Dalle origini all'autonomia, 1843-1867*, Palermo 1972-73, 2 voll.; G. Lo Giudice, *Agricoltura e credito nell'esperienza del Banco di Sicilia tra l'800 e il '900*, Catania 1966.

[12] Su di essi, cfr. A. Fabretti, *Nota storica intorno all'origine dei Monti di*

Anche le casse di risparmio – che all'epoca in parte svolgono, insieme ai «monti», seppure in un contesto economico-sociale differente, una funzione in parte paragonabile a quella assolta oggi dal c.d. microcredito – nacquero e si svilupparono in Italia più lentamente che nel resto dell'Europa, dove i primi esempi di questo tipo di istituzioni risalgono alla Germania e alla Svizzera dell'ultima parte del Settecento[13]. La mentalità illuministica favorisce il sorgere di queste iniziative filantropiche che raccolgono elemosine e donazioni dai ceti benestanti da impiegare a sostegno della collettività e nella lotta alla miseria. La patria delle prime casse in senso moderno, dedite alla raccolta e alla protezione del risparmio delle classi sociali più deboli che la seconda rivoluzione industriale va privando delle tutele corporative, può considerarsi tuttavia l'Inghilterra della prima metà dell'Ottocento dove, nel giro di circa mezzo secolo, il numero di questi istituti passa da poche pionieristiche iniziative dei primi anni a oltre 500 unità.

Il sorgere, nel 1819, della prima esperienza del genere a Vienna porta a un rapido diffondersi di simili iniziative nel Lombardo-Veneto ove, nel 1823, sorge la Cassa di risparmio delle province lombarde per iniziativa del governo austriaco e della Commissione centrale di beneficenza[14]. Torino segue nel 1827,

Pietà in Italia, Torino 1871; G. Garrani, *Il carattere bancario e l'evoluzione strutturale dei primigenii Monti di Pietà*, Milano 1957; A. Ghinato, *Studi e documenti intorno ai primitivi Monti di Pietà*, Roma 1956-63; A. De Maddalena, *Per la storia dei Monti di Pietà. Una memoria cinquecentesca mantovana sull'ordinamento e sul funzionamento del Monte di Pietà di Firenze*, in *Scritti in onore di Giordano Dell'Amore. Saggi monetari e creditizi*, Milano 1969, II, p. 869; P. Parodi, *La nascita dei Monti di Pietà fra solidarismo cristiano e logica del profitto*, in «Ann. Ist. stor. italo-germanico Trento», 1982, p. 211; G. Caligaris, *La fioritura dei monti di pietà in età moderna alle radici del credito popolare*, in C. Bermond, *Banche e sviluppo economico nel Piemonte meridionale in epoca contemporanea*, Torino 2001, p. 101.

[13] Sulla storia delle casse di risparmio in generale, cfr. C. Bermond, D. Ciravegna (a cura di), *Le casse di risparmio ieri e oggi*, Torino 1996; P. Hertner, *Les Caisses d'Épargne en Italie*, in *Les Caisses d'Épargne en Europe*, Paris 1995, p. 221; L. De Rosa, *Storia delle casse di risparmio e della loro Associazione 1822-1950*, Bari 2003. Frequenti in letteratura i contributi sulla storia delle singole casse di risparmio (specie le più importanti).

[14] Sulla quale, cfr. A. Cova, A.M. Galli, *Finanza e sviluppo economico-sociale. La Cassa di Risparmio delle Province Lombarde dalla fondazione al 1940*, Roma-Bari 1991.

con la trasformazione della Cassa de' censi nata alla fine del secolo precedente come ente di sostegno alle finanze comunali, Firenze nel 1829, il resto della Toscana e lo Stato Pontificio negli anni Trenta (Roma nel 1836, Bologna nel 1837), il Meridione più lentamente e con un ridotto numero di iniziative (Città Sant'Angelo in Abruzzo nel 1847, Palermo nel 1861, Napoli e Cosenza nel 1862). Nel Regno di Sardegna Cavour promuove una riforma di queste istituzioni (1851-53), favorendone l'autonomia operativa e la capacità di attrarre risparmi privati. È stato di recente sottolineato come, a partire dagli anni Venti, le casse seppero sfruttare gli spazi lasciati liberi dalla scomparsa di alcuni banchi pubblici e come esse: «Si fecero comunque portatrici di un'innovazione importante: l'apertura del deposito a interesse e per somme anche minime. Generalmente tradizionaliste nelle forme di impiego, le casse furono novatrici sul lato della raccolta»[15].

Per quanto riguarda i banchieri privati è stato osservato come sino alla fine del XVIII secolo essi fossero: «operatori mercantili tuttofare, come quelli dei secoli precedenti. L'attività bancaria era ancora assimilata al negozio. Una casa bancaria era anche una casa mercantile. [...] La despecializzazione era la regola»[16].

Il panorama dell'assetto creditizio preunitario non sarebbe completo se non si facesse un rapido cenno alla tradizionale presenza di banchieri di origine ebraica nella penisola i quali, essendo loro precluso il possesso di beni immobili e l'appartenenza a corporazioni (e quindi l'esercizio di arti e mestieri), esercitavano il prestito feneratizio sin dal XIV secolo. La presenza di banchieri ebrei è particolarmente significativa negli Stati sabaudi ove inizia a prosperare nella seconda metà del Cinquecento mentre importante risulta essere stato il loro apporto alla costituzione di moderne iniziative bancarie sorte nel Regno di Sardegna durante l'Ottocento[17].

[15] Conti, *Banche, banchieri* cit., pp. 18 s.

[16] Ivi, pp. 15 ss.

[17] Sulla presenza di banchieri di origine ebraica in Italia, cfr. D. Montanari, *Monti di Pietà e presenza ebraica in Italia*, in «Quad. Cheiron», 10, 1999, p. 159; V. Giura, *La comunità israelitica di Napoli (1863-1945)*, Napoli 2002; B. Armani, *Banche e imprenditori ebrei nella Firenze dell'Ottocento: due storie di famiglia tra identità e integrazione*, in «Archivi e Imprese», 16, 1997, p. 333; G.

Ed è proprio il Regno di Sardegna che, anche dal punto di vista economico-finanziario, dimostra di essere una delle realtà nazionali pre-unitarie più attive della penisola. È infatti qui che, nel corso del Settecento, l'attività di intermediazione finanziaria legata al commercio della seta grezza e dei prodotti da essa derivati attira a Torino anche banchieri lionesi e ginevrini[18]. È qui che, nel 1844, un gruppo di grandi e piccoli imprenditori genovesi ottiene l'autorizzazione regia alla costituzione di una banca di sconto, deposito e conti correnti denominata Banca di Genova, diretta da Carlo Bombrini, nel cui statuto è prevista la possibilità di emettere biglietti al portatore pagabili a vista in moneta metallica. Nel 1846 viene autorizzata un'analoga iniziativa denominata Banca di Torino nata già con il progetto di fondersi con la consorella genovese: essa inizia infatti le operazioni il 1° ottobre 1849 e il successivo 14 dicembre è autorizzata la fusione delle due banche che danno vita, con un capitale di 8 milioni di lire, alla Banca Nazionale, diretta sempre da Bombrini[19].

Inizia così, lenta ma sicura, la crescita dell'istituto che diventerà poi la Banca d'Italia, incentivata da Cavour e dalla «destra storica» che si rendono evidentemente conto dell'utilità di una grande banca di emissione[20]. Alcune tappe significative di questo

Maifreda, *Banchieri ebrei e patrimoni ebraici nella Milano ottocentesca*, in D. Bigazzi, *Storie di imprenditori*, Bologna 1996; Id., *Banche e società civile (1861-1914)*, in L. Conte (a cura di), *Le Banche e l'Italia. Crescita economica e società civile 1861-2011*, Roma 2011, pp. 49 ss.

[18] Su questo fenomeno, cfr. G. Prato, *Risparmio e credito in Piemonte nell'avvento dell'economia moderna*, Torino 1927; V. Pautassi, *Gli istituti di credito e assicurativi e la borsa in Piemonte dal 1831 al 1861*, Torino 1961, pp. 293 ss.; C. Decugis, *Banca e credito nel decennio cavouriano*, Milano 1979, pp. 14 ss.; G. Bracco, *Torino sul filo di seta*, Torino 1992, pp. 136 ss.

[19] Su questa importante figura di banchiere e imprenditore, cfr. R.P. Coppini, *Carlo Bombrini finanziere e imprenditore*, in V. Castronovo, *Storia dell'Ansaldo*, I, *Le origini. 1853-1882*, Roma-Bari 1994. Notizie su Bombrini anche in A. Gigliobianco, *Via Nazionale*, Roma 2006, pp. 29 s., il quale lo definisce: «Personaggio vulcanico, degno della penna di Zola, [...] incarnò la fase paleocapitalistica della banca di emissione, la fase dei grandi affari, dei grandi profitti, e anche della confusione fra ruolo di banchiere e ruolo di imprenditore privato».

[20] Cavour svolse in effetti un ruolo fondamentale nell'ammodernamento del sistema bancario piemontese e nella nascita della Banca Nazionale. Egli infatti, dapprima, come imprenditore e personaggio influente dell'*establishment* assume una funzione di stimolo nei confronti dei banchieri che fondano la ban-

percorso, che in parte coincidono con un embrione di regolamentazione «speciale» degli istituti di emissione possono essere considerate: *a)* la prima legge bancaria «piemontese» (l. 9 luglio 1850, n. 1054), che convalida il decreto istitutivo della Banca Nazionale e stabilisce il principio che nascita di nuove banche «di circolazione» e fusione di quelle esistenti devono avvenire per legge[21]; *b)* l'istituzione del c.d. «corso di cassa», vale a dire l'obbligo per le casse erariali di accettare senza restrizione i biglietti di banca (Circ. Ispettorato generale dell'Erario del 6 ottobre 1851); *c)* la modifica (con l. 11 luglio 1852, n. 1397) della predetta legge bancaria per effetto della quale il capitale della Banca Nazionale è quadruplicato (da 8 a 32 milioni) e l'istituto è autorizzato ad aprire nuove succursali[22] e a partecipare alla costituzione di due casse di sconto a Genova e Torino ma, in cambio, assume l'obbligo di concedere allo Stato anticipazioni al 3% sino a un massimo di 15 milioni (l. 11 luglio 1852, n. 1397); *d)* la presentazione, da parte di Cavour, di un progetto di legge per l'affidamento alla Banca Nazionale del servizio di tesoreria provinciale dello Stato.

ca di Genova e quella di Torino e nello stesso tempo di «promozione» presso il governo e l'amministrazione (piuttosto restii a concedere le autorizzazioni), poi, da proprietario e direttore di un giornale («Il Risorgimento») nonché deputato (1848-50), svolge attività di persuasione dell'opinione pubblica e, infine, come ministro delle Finanze e presidente del Consiglio (dal 1850 alla sua morte prematura avvenuta nel 1861, a soli cinquant'anni) forma la politica bancaria del governo. In proposito, cfr. C. Decugis, *Banca e credito nel decennio cavouriano*, Milano 1979, pp. 133 ss. e De Mattia, *Gli Istituti di emissione* cit., p. 30.

[21] La legge fissa anche il rapporto (pari a 1/3) fra riserva metallica e somma dei biglietti in circolazione e di conti correnti pagabili a semplice richiesta.

[22] Nizza Marittima e Vercelli, oltre a una terza da definire. Va poi rammentato come la successiva l. 27 febbraio 1856, n. 1500, autorizzi l'apertura di una nuova succursale a Cagliari e, nel contempo, fornisca un'autorizzazione generale all'istituzione di nuove succursali in qualunque altra città ritenuta opportuna dalla Banca Nazionale stessa (con delibera dell'Assemblea generale degli azionisti). Questa delegificazione *ante litteram* in materia di espansione territoriale è significativa del rapporto di fiducia che si va instaurando fra Banca Nazionale e Stato nonché, probabilmente, della circostanza che in materia di espansione territoriale l'attenzione della banca stessa al proprio conto economico veniva ritenuta incentivo sufficiente a una politica oculata. Rimane affidato invece alla legge formale il rapporto fra riserva metallica e circolante anche se, proprio nello stesso anno, si inizia (per intuibili ragioni di tempestività) ad agire su di esso con decreto successivamente conv. in legge istituendo un sistema progressivo per scaglioni (r.d. 6 novembre 1856, n. 1910, conv. in l. 4 luglio 1857, n. 2255).

Per avere un'idea di come la Banca Nazionale (e ancor prima quella di Genova), grazie alle dimensioni del progetto imprenditoriale, alla fiducia che ispirava e alle relazioni con gli ambienti governativi, fosse già da allora *leader* dell'emissione, basti pensare che ai biglietti dell'altro istituto «piemontese» autorizzato a emettere carta di circolazione, la Banca di Savoia, viene riconosciuto il «corso di cassa» ma non quello forzoso vigente all'atto della sua istituzione[23].

Anche una breve cronistoria del corso forzoso stesso (non convertibilità del biglietto di banca nel suo equivalente in metallo prezioso) nell'ultimo scorcio del Regno di Sardegna aiuta a comprendere il ruolo che la Banca Nazionale progressivamente assume nonché il carattere di compromesso fra interessi dello Stato e quelli della banca che l'adozione di una simile misura comporta. Nel 1848 le esigenze della prima guerra d'indipendenza portano all'erogazione di un mutuo di 20 milioni alle Finanze con conseguente sospensione dell'obbligo di convertibilità delle banconote della neonata Banca di Genova[24]: la convertibilità viene ripristinata nel 1851[25]. Allo stesso modo, nel 1859, lo scoppio della seconda guerra d'indipendenza rende necessaria l'erogazione di un prestito di 30 milioni al governo che porta a decretare per alcuni mesi il corso forzoso dei biglietti della Banca Nazionale[26].

Poco prima della seconda guerra di indipendenza, il Regno di Sardegna aveva provveduto ad ammodernare la propria legislazione bancaria abolendo la legge antiusura che limitava al 6% il tasso di interesse massimo sui prestiti[27].

Anche gli altri Stati preunitari avevano, ovviamente, le loro banche di emissione che, in seguito alle annessioni, saranno (con

[23] Avvenuta con l. 26 aprile 1851, n. 1167.

[24] D.lgt. 7 settembre 1848, n. 784.

[25] L. 5 giugno 1851, n. 1191.

[26] Questa volta la misura (adottata con r.d. 27 aprile 1859, n. 3354) viene estesa anche ai biglietti della Banca di Savoia (14 maggio) e ai territori occupati dagli eserciti francese e sabaudo (11 giugno) e revocata il successivo 29 ottobre.

[27] Si riporta questo dato per dar conto della circostanza di come la moderna legislazione antiusura non sia, in realtà, una novità. Del tutto differente, ovviamente, nei diversi contesti storici il ruolo di una simile regolamentazione. Sarebbe interessante una comparazione che non è purtroppo possibile in questa sede.

vari strumenti e procedimenti) «fuse» nella Banca Nazionale. Non è qui possibile (né utile) ricordarle tutte. Basti rammentare (per le dimensioni e il ruolo svolto dopo l'unificazione) la Banca degli Stati pontifici, sorta a Roma nel 1850 – che nel 1870 assumerà il nome di Banca Romana, il cui dissesto sarà un evento importante nel processo di formazione della Banca d'Italia –, nonché la Banca Nazionale Toscana (sorta nel 1857) e la Banca Toscana di Credito (costituita nel 1860 e operativa dal 1863), che nel 1866 saranno incorporate nella Banca Nazionale nel frattempo divenuta Banca Nazionale nel Regno. Se si tiene conto dei banchi meridionali erano quindi ben sei gli istituti di emissione ereditati dal nuovo Regno d'Italia.

2. *Sintesi e linee evolutive*

Giunti a questo punto si può quindi tentare di tracciare, dal punto di vista della legislazione bancaria, una sintesi dello stato dell'arte preunitario e vedere come la situazione esistente condizionerà l'evolversi della regolamentazione in materia di credito.

Il dato di fatto da cui partire è la constatazione che all'atto dell'unificazione, così come negli anni successivi, non esiste una regolamentazione dell'attività bancaria unitaria e «speciale» nel senso di diversa rispetto alla «normale» attività di impresa[28]. Da un lato abbiamo infatti visto come l'attività bancaria stessa (come noi siamo abituati a intenderla in base a definizioni giuridiche forgiate con la l.b. del 1936-38, che ha cristallizzato una situazione successiva che all'epoca non si era ancora determinata) ancora non esisteva visto che vi erano una serie di soggetti (istituti di credito, casse, monti, banche private) vari per natura e dimensioni che svolgevano attività di tipo creditizio, non privi tuttavia di una propria «regolamentazione» speciale sia pure frammentaria.

[28] L'assenza di un organico statuto speciale dell'impresa bancaria e la presenza di una regolazione frammentaria e per soggetti (in primo luogo quella degli istituti di emissione) è ben posta in rilievo da R. Costi, *L'ordinamento bancario*, Bologna 2007, pp. 25 ss. Per l'assenza, in questo periodo, di una regolamentazione speciale dell'attività assicurativa, cfr. *infra* Parte III, cap. I, par. 2.

Un'altra osservazione fondamentale è che attività bancaria (specie se di dimensioni nazionali) e attività di emissione si trovano, nel periodo storico osservato, a coincidere: gli istituti di emissione concedono crediti alle imprese e rifinanziano le altre banche. L'attività di questi istituti è sottoposta da subito a un controllo più o meno intenso da parte dell'autorità governativa che, sia pure al limitato fine di garantire un corretto utilizzo del potere di stampare carta moneta, inizia a utilizzare strumenti (presenza di delegati governativi alle riunioni degli organi deliberanti, obblighi di rendicontazione vari, potere ispettivo) che, in seguito, verranno sistematizzati e costituiranno il primo nucleo di quella che sarà poi la vigilanza sulle banche.

Il tratto singolare della situazione della penisola è che la funzione di emissione (eminentemente pubblica per i risvolti che essa comporta) viene svolta contemporaneamente da istituti che hanno già natura pubblica (come i banchi meridionali) e da grandi banche di natura privata (la cui nascita è più o meno favorita dai governi), come nel caso della Banca Nazionale e delle banche toscane. Il processo che porta all'unificazione dell'emissione, alla nascita della vigilanza e al suo affidamento alla banca centrale, al riconoscimento (attribuzione) della natura pubblica di quest'ultima è graduale e verrà osservato nelle sue tappe salienti nei prossimi paragrafi. In essi ci si soffermerà anche sulla dialettica fra banche (e poi banca) di emissione e Stato nella definizione di interessi e obiettivi (diffusione del biglietto di banca, controllo della circolazione e dell'inflazione, finanziamento della spesa pubblica, necessità di salvaguardare il conto economico della banca, interessi degli azionisti) che vanno progressivamente delineandosi, con attenzione particolare allo strumento normativo utilizzato per precisarli e definirli.

II.
DALL'UNITÀ DELLA NAZIONE ALLA NASCITA DELLA BANCA D'ITALIA (1861-93)

1. Pluralità degli istituti di emissione in concorrenza fra loro e corso forzoso. – 2. Nascita e sviluppo della banca mobiliare e delle banche cooperative. Il credito fondiario e quello agrario. – 3. La legge sugli istituti di emissione del 1874 e quella sull'abolizione del corso forzoso del 1881. – 4. La prima fase della crisi della banca mobiliare e lo scandalo della Banca Romana. – 5. La nascita della Banca d'Italia (1893). – 6. Il codice di commercio. Il testo unico sulle casse di risparmio (1888). La Cassa depositi e prestiti.

1. *Pluralità degli istituti di emissione in concorrenza fra loro e corso forzoso*

Siamo quindi nel 1861: il Regno d'Italia è proclamato, Cavour – grande fautore dell'unicità dell'istituto di emissione o, comunque, della presenza di una banca centrale forte[29] – muore prema-

[29] In un discorso tenuto alla Camera del Parlamento subalpino il 23 giugno 1852 Cavour afferma: «Io credo che non esista sulla questione della libertà delle Banche un principio assoluto; [...] ove in un paese sorgesse una quantità di piccole banche senza una Banca centrale potente, si avrebbe un sistema di circolazione molto pericoloso [...]. Io dico dunque che [...] il migliore di tutti i sistemi bancari è quello di avere come malleveria una grande istituzione di credito», il passo è ripreso da: De Mattia, *Gli Istituti di emissione* cit., pp. 192 ss.

turamente il 6 giugno[30]. La destra storica è al governo del nuovo paese. Lo scenario bellico e politico comporta profondi mutamenti anche nell'economia e nella banca. I debiti pubblici vengono unificati, le dogane «interne» vengono soppresse e la «tariffa sarda» è estesa a tutto il Regno[31]. I banchi meridionali, come si è visto, assumono l'attuale denominazione e possono continuare a emettere fedi di credito circolanti mediante girata, la Banca Nazionale incorpora due istituti di emissione minori[32].

Nel 1862 si procede all'unificazione del sistema monetario nazionale uniformando le varie specie metalliche in circolazione: il valore metallico della lira italiana è pari a quello della precedente lira piemontese: 4,5 grammi di argento o 0,2902 di oro fino. Il sistema rimane quindi di tipo bimetallico, con un rapporto legale fra il valore dell'argento e quello dell'oro pari a 1:15,5[33]. La scelta

[30] Per una sintesi efficace del suo disegno e della sua modernità a 150 anni dalla morte, cfr. S. Carrubba, *Quanto ci manca il conte Cavour*, in «Il Sole 24 Ore», 5 giugno 2011, p. 12.

[31] Tale estensione avviene già prima della proclamazione del Regno d'Italia. È stato di recente ricordato come la tariffa piemontese fosse: «inferiore quasi dell'ottanta per cento rispetto a quella degli Stati più protetti, come il Regno delle due Sicilie. Tale scelta da un lato aveva il pregio di inserire immediatamente l'Italia nel contesto europeo, aprendola a nuovi flussi commerciali e favorendo così un'ulteriore modernizzazione delle aree agricole più dinamiche, come quelle della pianura padana ed emiliana. L'estensione della tariffa piemontese però, dall'altro, finiva per esporre le aree più arretrate e meno competitive, soprattutto al sud, a pesanti contraccolpi e sacrificava le già deboli industrie meccaniche e metallurgiche, incapaci di reggere la concorrenza diretta delle più sviluppate imprese europee», così G. Napolitano, *Le norme di unificazione economica*, in «Riv. trim. dir. pubbl.», 2011, pp. 122 s.

[32] Oltre alla menzionata Banca per le quattro Legazioni (operante in Bologna), la Banca degli Stati parmensi. La mancanza di «un'unica ossatura del credito» all'atto dell'unificazione è sottolineata da G. Melis, *La nascita dell'amministrazione nell'Italia unita*, in «Riv. trim. dir. pubbl.», 2010, p. 454.

[33] L'unificazione monetaria è attuata con la l. 24 agosto 1862, n. 788, c.d. «legge Pepoli». Scrive Onado, *La lunga rincorsa* cit., p. 388: «All'indomani dell'Unità d'Italia, dal punto di vista monetario, il primo problema riguardava l'unità di conto: la lira diventava il solo comune denominatore di un'autentica babele monetaria determinata dalla circolazione contemporanea delle sei monete degli Stati pre-unitari». Si è calcolato che negli Stati preunitari coesistessero ben 268 valute metalliche. Sul tema è stato osservato che: «La legge Pepoli impose le modalità di conio: previde una moneta a valore nominale di 900 millesimi di oro e una moneta in argento pieno, lo scudo, pari a un valore nominale di 5 lire, ma considerando la carenza di argento in atto autorizzò anche il conio

di seguire il sistema bimetallico è politicamente abbastanza scontata: esso era infatti seguito non solo dal Piemonte ma anche dalla Francia (nella cui sfera economica la neonata Italia orbita), che con Napoleone lo aveva esportato nel resto d'Europa[34], mentre l'Inghilterra seguiva un sistema di monometallismo aureo[35]. Nello stesso anno la Banca Nazionale assume il servizio di tesoreria nelle ex province pontificie.

Coerentemente alla propria tradizione monetaria e al sistema di alleanze politiche, l'Italia, alla fine del 1865, forma, insieme a Francia, Belgio e Svizzera, l'Unione monetaria latina (alla quale la Grecia aderirà nel 1868)[36]. La convenzione istitutiva dell'Unione fissa caratteristiche uniformi per il conio delle monete, stabilisce che esso sia effettuato dagli Stati e non dai privati, prevede che tali monete siano accettate nelle casse pubbliche dei paesi aderenti (illimitatamente per quelle a conio pieno e per i pagamenti sino a un determinato ammontare per quelle a conio

di monete divisionali (spezzati) con la proporzione di 835 millesimi di fino, che di fatto indusse a coniare solo quest'ultime. Questa condizione, definita in gergo come "bimetallismo zoppo", divenne fonte di instabilità, di generazione di monete abusive, di aggio: condizioni che ritardarono l'adozione di forme di risparmio finanziario da parte dei possidenti», L. Conte, *L'ordinamento del credito*, in *L'unificazione italiana*, sez. IV, *L'unificazione economica*, Roma 2011, p. 444. Sull'unificazione monetaria, cfr., di recente, anche Napolitano, *Le norme di unificazione* cit., pp. 117 ss. che, oltre a soffermarsi sulla relativa struttura amministrativa (come la gestione delle Zecche), la inquadra nel più ampio disegno di unificazione economica comprendente anche bilancio, debito pubblico, fisco e monopoli, reti di servizi (ferrovie e poste), pesi e misure.

[34] Dopo la restaurazione il Regno delle due Sicilie aveva invece scelto un sistema monometallico basato sull'argento.

[35] Cfr., in proposito, M. De Cecco, *L'Italia e il sistema finanziario internazionale 1860-1936*, in F. Cotula, M. De Cecco, G. Toniolo, *La Banca d'Italia. Sintesi della ricerca storica 1893-1960*, Bari 2003, pp. 5 ss., il quale riferisce come il conte Pepoli, presidente della Commissione incaricata di preparare la legge sull'unificazione monetaria, avesse fatto presente come la scienza e il progresso avrebbero raccomandato l'adozione del monometallismo aureo. Parte della dottrina giuridica guarda al provvedimento del 1862 come alla «prima legge bancaria italiana». Cfr., in tal senso, M. Nigro, ripreso da F. Belli, *Legislazione bancaria italiana (1861-2010)*, Pisa 2010, pp. 82 s.

[36] La relativa convenzione, sottoscritta il 23 dicembre 1865, viene resa esecutiva in Italia con l. 21 luglio 1866, n. 3087. Su di essa cfr. P. Pecorari, *Il sistema bancario in Italia dopo l'Unità*, in A. Cova, S. La Francesca, A. Moioli, C. Bermond (a cura di), *Storia d'Italia. La Banca*, Torino 2008, pp. 301 s.

ridotto) e sancisce il diritto di ogni Stato aderente di chiedere che le monete divisionali siano cambiate in oro del paese emittente.

Poco dopo, tuttavia, a causa di una crisi europea di notevoli proporzioni innescata dal crollo di un grosso intermediario londinese (Overend Gurney)[37] – che provoca un deflusso dei capitali a breve e un'ondata di sfiducia nei confronti dei biglietti di banca – nonché delle esigenze dell'imminente guerra con l'Austria, il governo adotta il corso forzoso dei biglietti della Banca Nazionale. Il provvedimento con il quale tale misura è adottata (r.d. 1° maggio 1866, n. 2873) obbliga la banca stessa (qui per la prima volta denominata «Banca Nazionale nel Regno d'Italia») a concedere alle Finanze un prestito di 250 milioni di lire, conferma il corso legale dei biglietti emessi dalle altre banche nelle zone in cui esse operano, sottopone tutti gli istituti di emissione a vigilanza governativa, prevede l'autorizzazione del governo stesso per le variazioni del tasso di sconto[38].

Il provvedimento finisce per rafforzare la posizione della Banca Nazionale perché il corso forzoso viene garantito solo ai suoi biglietti mentre gli altri istituti sono tenuti a cambiare i propri in moneta metallica o in biglietti della Banca Nazionale[39]. Dal

[37] Sul quale cfr. J. Taylor, *Limited liability on trial: the commercial crisis of 1866 and its aftermath*, 2003, in http://www.ehs.org.uk/ehs/conference2003/assets/Taylor.doc.

[38] Per le implicazioni di politica economica e monetaria di questo provvedimento, cfr. G. Luzzatto, *L'economia italiana dal 1861 al 1894*, Milano 1963, cap. 3; G. Di Nardi, *Le banche di emissione in Italia nel secolo XIX*, Torino 1953. Sull'influsso che il corso forzoso (introdotto nello stesso periodo anche da Francia e Austria) produce nel dibattito sull'organizzazione bancaria italiana (del quale è parte importante l'unicità o pluralità di istituti di emissione), cfr. S. Cardarelli, *La questione bancaria in Italia dal 1860 al 1892*, in *Ricerche per la storia della Banca d'Italia*, I, Bari 1990, pp. 129 ss.

[39] È stato in proposito notato che: «La maggior rilevanza acquisita dal sistema bancario nel suo insieme fu segnata, piuttosto che dall'egemonia di una sua componente, dal venir meno della convertibilità delle banconote. Il corso forzoso infatti, riducendo lo spazio per una verifica da parte del pubblico sulla solvibilità delle banche (tramite la richiesta di cambio delle banconote in moneta metallica), accentuò le responsabilità dell'organo di vigilanza, il Ministero dell'agricoltura, industria e commercio (Maic). Fu proprio il Ministero ad avvertire il rischio di crisi e di spirali inflative che avrebbero potuto generare tensioni istituzionali e lacerare il tessuto sociale che aveva consentito l'unificazione. Ciò spinse il governo ad accentuare i criteri dirigisti, a proporre in modo

1866 al 1868 la quota di circolazione della Banca Nazionale rispetto a quella complessiva passa dal 53,5% al 74,5%[40], ma, per far fronte alla crisi monetaria e alla penuria di moneta divisionale, i banchi meridionali iniziano a emettere fedi di credito a taglio fisso che costituiscono, in pratica, un succedaneo del biglietto di banca.

Nel 1868 uno schieramento parlamentare comprendente i liberisti ortodossi della destra e tutta la sinistra vota alla Camera l'istituzione di una Commissione di inchiesta per l'abolizione del corso forzoso con il compito di: «accertare lo stato generale della circolazione cartacea, i rapporti degli Istituti di emissione con il governo e con le pubbliche amministrazioni e gli altri elementi necessari al duplice intento della riduzione interinale e della cessazione del corso forzoso». La Commissione, composta da sette deputati studiosi o esperti in materia bancaria, lavora dal marzo al novembre 1868 e produce una corposa Relazione (basata su questionari distribuiti alle banche e su audizioni di personalità del mondo economico e finanziario) che, sebbene non formi oggetto di discussione parlamentare, influenza il dibattito politico e la legislazione degli anni successivi[41]. Prima ancora che sia depositata la Relazione, è emanata la l. 3 settembre 1868, n. 4579 (fortemente voluta dalla Commissione) con la quale viene imposto un tetto massimo di 750 milioni di lire alla circolazione della Banca Nazionale.

La Relazione, che costituisce un documento di eccezionale interesse per lo studio del sistema bancario dell'epoca, si inserisce nel dibattito, assai vivo, sull'unicità o pluralità degli istituti di

stringente un sistema di credito orientato a modalità prescrittive e una prassi verticale: condizioni intese come favorevoli all'azione di coesione politica dello Stato», Conte, *L'ordinamento del credito* cit., p. 450.

[40] Cfr. Di Nardi, *Le banche di emissione* cit., p. 155.

[41] Cfr. Atti parlamentari, Camera dei deputati, Legisl. X, sess. 1a, Documenti, n. 215-A, Firenze 1868-69 (3 voll.). Sul dibattito che essa suscitò: R. Costantini, *Sulla relazione della Commissione di inchiesta pel corso forzoso. Osservazioni critiche*, Venezia 1869; A. Biliotti, *La relazione della Commissione di inchiesta sul corso forzoso*, Venezia 1869; R. Busacca, *Studi sul corso forzoso dei biglietti di Banca in Italia*, Firenze 1870; Banca Nazionale, *Osservazioni alla relazione della Commissione parlamentare di inchiesta sul corso forzoso dei biglietti di Banca*, Firenze, 17 maggio 1869, la quale costituisce in parte una memoria difensiva nella quale Bombrini respinge l'accusa di aver voluto il corso forzoso per ottenere il monopolio di fatto dell'emissione.

emissione che divide il mondo accademico, economico e politico. Semplificando, si può dire che a favore dell'unicità è la destra storica – che, erede della tradizione di Cavour inscrive questo obiettivo in un più ampio progetto di centralizzazione istituzionale infrantosi «di fronte a gravi emergenze o opposizioni»[42] –, parte della grande industria, l'*establishment* delle grandi banche (la Nazionale e le «Toscane», ancorché in modo non così deciso per timore che ciò possa comportare un più intrusivo controllo statale), nonché i pochi economisti che fanno valere indubbi elementi di razionalità e l'esempio dei paesi europei più sviluppati (Inghilterra e Francia). A favore della pluralità degli istituti di emissione si schierano invece la parte liberista della destra, l'intera sinistra, la maggioranza degli economisti[43] e, ovviamente, l'*establishment* vicino ai banchi meridionali che, secondo alcuni studiosi, gioca un ruolo decisivo nell'affossamento dei progetti di fusione fra la Nazionale e le consorelle toscane[44]. Fra gli argomenti dei «pluralisti», quello che gli interessi del paese sono meglio serviti da una molteplicità di banche di emissione in concorrenza fra di loro[45].

[42] Così Conti, *Banche, banchieri* cit., pp. 26 ss., il quale ricorda come di tale progetto facesse parte anche l'istituzione (non realizzata) di un grande istituto di credito fondiario e agricolo in grado di facilitare lo smobilizzo dei beni demaniali (e dell'ex asse ecclesiastico) – in funzione della riduzione del debito pubblico – con lo scopo di agevolare l'acquisto di tali beni consentendo nello stesso tempo agli acquirenti di disporre delle risorse per effettuare risistemazioni e migliorie.

[43] Il dibattito sulla necessità di regolamentare (e, al limite, unificare) l'emissione è stato di recente di nuovo studiato da A. Gigliobianco, C. Giordano, *Economic Theory and Banking Regulation: the Italian Case (1861-1930's)*, Banca d'Italia - Quaderni di Storia Economica, 5, novembre 2010, pp. 9 ss., i quali pongono in luce come la maggioranza degli economisti fosse attestata su posizioni liberiste e, quindi, piuttosto contraria a interventi legislativi in materia nonché, in seguito, anche abbastanza scettica sull'opportunità di introdurre forme di controllo sulle banche commerciali. Il «peso delle dottrine liberistiche, il cui più radicale e coerente dettato veniva da Francesco Ferrara», è sottolineato da Pecorari, *Il sistema bancario* cit., p. 302.

[44] Secondo De Mattia, *Gli Istituti di emissione* cit., p. 41, fra le molteplici cause che portano all'insabbiamento di tali progetti pesano in modo particolare «l'inconciliabile scontro fra gli interessi regionali e i loro rappresentanti in Parlamento e, non ultima, la tenace rivalità del Banco di Napoli».

[45] Indicativo di questo orientamento – che probabilmente può anche

Questo periodo vede quindi una serie di progetti per la fusione fra la Banca Nazionale e la Banca Nazionale Toscana il cui fallimento porterà al tramonto, per più di un ventennio, del disegno di addivenire a un istituto di emissione unico.

Le trattative per una fusione fra i due istituti iniziano nel 1862 ma si arenano per contrasti sorti fra le due parti. L'iniziativa passa allora ai politici: il ministro Manna presenta un progetto di legge di iniziativa governativa per «la fondazione della Banca d'Italia» che viene approvato dal Senato ma si arena alla Camera. Le due banche vengono quindi invitate a raggiungere nuovi accordi e l'11 marzo 1865 stipulano una convenzione che viene recepita in un nuovo progetto governativo – subito presentato dal mini-

spiegarsi con il fatto che l'attività di emissione non è ancora ben distinta dalla normale attività bancaria e viene quindi percepita quasi come un'appendice di quest'ultima – è il seguente passo tratto da un *pamphlet* redatto da uno studioso dell'epoca e inviato al ministro Zanardelli: «Le Banche, sebbene dipendenti da una legge generale, devono essere libere e si chiamano tali perché è necessario che possano agire con tutta libertà sia nel fissare il tasso di interessi pegli sconti e pel denaro loro prestato e che prestano, a seconda delle variabili circostanze commerciali ed economiche e del credito degli individui. Devono essere molteplici perché è necessario lavorino in concorrenza le une colle altre affinché il monopolio non si impossessi di tutti gli interessi vitali di un paese e lo rovini», G. Semenza, *L'associazione dei capitali per mezzo della libertà delle banche*, Firenze 1869, p. 13. Per ulteriori indicazioni sui risvolti giuridici del dibattito e il suo inquadramento nel più ampio contesto europeo, cfr. Belli, *Legislazione* cit., pp. 74 ss. In proposito Gigliobianco, Giordano, *Economic Theory* cit., p. 11, notano che: «The different economic situation in the various Italian regions, especially in Southern Italy, was another reason adduced to preserve plurality. Fear of the sole bank of issue being manipulated by the State, laden with its high public debt, could have been another cause of the sluggishness of the process [...]. Finally, even the main bank of issue, Banca Nazionale nel Regno d'Italia [...], which had been identified by many as the future monopolistic note issuer, was not in favour of the law proposals of unification, if this implied the proposed Government nomination of its director [...]». Secondo Onado, *La lunga rincorsa* cit., p. 390: «La mancata riforma degli istituti di emissione fu la prima "occasione perduta" del neonato Regno d'Italia. In primo luogo, l'ambiguità della soluzione rese difficili i rapporti della Banca Nazionale con le banche consorelle e impedì a questa di esercitare la prima funzione fondamentale di una banca centrale che è quella di banca delle banche. In secondo luogo, la mancata unificazione impedì o comunque non favorì la nascita di banche private di deposito, come era accaduto in Inghilterra, Francia e Germania. Insomma: la rinuncia alla riforma allargava il solco che divideva il sistema finanziario italiano dagli altri paesi europei».

stro delle Finanze Sella alla Camera che prevede, fra l'altro, l'istituzione di un'apposita struttura per la vigilanza governativa – il quale non viene però approvato prima della scadenza della convenzione[46].

Dopo l'autorizzazione alla Banca Nazionale ad aprire una sede a Firenze e a trasferire in tale città l'amministrazione centrale[47], che aumenta la pressione concorrenziale sulla Toscana, l'11 ottobre 1865 viene stipulata una convenzione per la fusione fra i due istituti con lo scopo, anche questa volta, di addivenire alla formazione di un nuovo soggetto denominato Banca d'Italia. L'accordo viene approvato con decreto legge, un altro decreto legge prevede poi l'affidamento alla nuova banca della tesoreria provinciale. Il tentativo di non passare per il Parlamento (in maggioranza contrario all'istituto di emissione unico) fallisce per l'intervento del Consiglio di Stato che, su richiesta del governo, si esprime, in un parere, per la necessità di una sanzione legislativa dell'intera operazione.

Nel frattempo, come si è visto, si insedia la Commissione per l'abolizione del corso forzoso nella quale prevale una maggioranza (quattro membri su sette) che stigmatizza il tentativo della Banca Nazionale e del governo di utilizzare la legge sul corso forzoso per imporre, di fatto, la banca di emissione unica e invita «il Governo ad esibire quanto prima una legge, la quale uniformandosi ai principi della pluralità e della libertà delle Banche stabilisca le norme con cui possono sorgere ed operare in Italia le Banche di credito e di circolazione».

[46] Il 13 marzo 1865, il ministro delle Finanze Quintino Sella, di concerto con il ministro dell'Agricoltura, industria e commercio Luigi Torelli, presenta un progetto di legge che approvava la fusione. Esso, tra le altre prescrizioni, prevede un meccanismo di nomina del governatore che ne favorisca l'indipendenza. Il progetto Sella-Torelli costituisce sul piano tecnico un notevole avanzamento in confronto alle due relazioni governative precedenti del ministro Manna: oltre a una più precisa identificazione dei pro e dei contro la fusione, esamina analiticamente gli aspetti formali e sostanziali della figura giuridica privata della nuova banca. Il progetto Sella-Torelli incontra tuttavia resistenze alla Camera.

[47] Data con r.d. 29 giugno 1865, n. 2376, con il quale viene autorizzato anche l'aumento del capitale sociale della Banca Nazionale da 40 a 100 milioni, riservando un quarto delle azioni di nuova emissione all'operazione di fusione con la Banca Nazionale Toscana.

È quindi un chiaro invito a quella che è stata opportunamente definita una «pluralità regolamentata»[48], basata sull'assunto che l'emissione non è che una funzione delle grandi banche commerciali che non necessita quindi né di specializzazione né (tanto meno) di monopolio.

I tentativi governativi proseguono nel 1869, con un progetto del ministro delle Finanze Cambray-Digny per l'approvazione di una versione del 1866 della solita convenzione, poi ritirato e sostituito da uno nuovo (basato su di una diversa e più articolata concezione), anch'esso bocciato dalla competente Commissione della Camera. Per il momento è la parola fine: il governo prende atto dell'orientamento pluralista del Parlamento e si concentra sul dialogo con la maggiore delle banche di emissione che percepisce come in grado di assecondare le proprie (crescenti) esigenze di spesa. Dopo la presa di Roma si decide che la Banca degli Stati Pontifici (che assume il nome di Banca Romana) non venga fusa nella Banca Nazionale ma si aggiunga alle cinque banche di emissione esistenti: essa rinuncia però al monopolio dell'emissione nel Lazio dietro corresponsione di un'indennità di un milione di lire.

Questa interessante fase del dibattito fra unicità e pluralità degli istituti di emissione – che si svolge in un periodo che vede la formazione del nuovo ordinamento statale[49] e che si presterebbe a riflessioni istituzionali sul dialogo fra grandi banche, governo e Parlamento – si chiude con la presentazione (nel 1870) di un progetto di legge Sella-Castagnola sul riordino degli istituti di emissione basato sul principio di un'emissione diffusa «moderata da norme prudenti» che (analogamente a quanto praticato in Inghilterra) affronta il problema della commistione fra attività di banca commerciale e attività di emissione con la separazione del dipartimento dell'emissione da quello degli affari[50], prevede la pubbli-

[48] Cardarelli, *La questione bancaria* cit., p. 133.

[49] Nel 1865 viene varato il nuovo sistema tributario e vedono la luce i nuovi codici: quello civile e quello commerciale sono di evidente derivazione napoleonica; su quest'ultimo si tornerà al paragrafo 6 di questo capitolo.

[50] È interessante notare (quasi a conferma della teoria vichiana dei «corsi e ricorsi storici») come la separazione organizzativa non sia un'invenzione del legislatore del XX secolo in materia di intermediazione finanziaria ma apparte-

cità dei bilanci, prende per la prima volta in considerazione gli assegni percepiti quale strumento di creazione di moneta bancaria. Il progetto si arena tuttavia nelle sabbie mobili parlamentari.

Un altro esperimento di quegli anni è l'istituzione del Sindacato governativo sulle società commerciali e sugli istituti di credito[51]. Questo organismo – che centralizza presso il Ministero delle finanze il controllo sulle società commerciali, che il codice di commercio del 1865 assoggetta ad autorizzazione governativa – è incaricato anche di una specie di vigilanza sulle banche delle quali deve raccogliere e pubblicare le situazioni finanziarie e nei confronti delle quali funge da cinghia di trasmissione tecnica dei provvedimenti ministeriali (essenzialmente in materia di variazioni del saggio di sconto)[52]. Si è quindi di fronte a un primo embrione di vigilanza (che ancora distingue relativamente le società commerciali e le banche e fra queste ultime non differenzia quelle di emissione) tanto che, da parte della dottrina, si è parlato di una preconizzazione sia dell'Ispettorato per la difesa del risparmio e l'esercizio del credito (istituito con la l.b. del 1936-38) che della CONSOB (che vedrà la luce solo nel 1974)[53]. L'esperimento ha vita breve: l'organismo viene soppresso nel 1869 su proposta del ministro Minghetti[54] e le sue funzioni in parte cancellate,

nesse già da tempo allo strumentario di settore. Un'altra importante applicazione di tale tecnica può rinvenirsi infatti nell'obbligo della gestione separata della riserva matematica introdotto, in campo assicurativo, dalla l. n. 966/1923 (sulla quale, cfr. *infra* Parte III, cap. I, par. 6).

[51] R.d. 27 maggio 1866, n. 2966.

[52] Sull'attività del Sindacato e sulla figura del suo presidente (De Cesare), cfr. Conte, *L'ordinamento del credito* cit., pp. 450 ss., il quale nota come egli: «Avvalendosi della stima di Scialoja e Depretis, [...] influenzò in modo rilevante l'irrobustirsi del sistema bancario in una struttura per generi, derivandone l'impianto dall'esperienza istituzionale francese, che vedeva accanto all'istituto di emissione diverse tipologie di istituti bancari distinti per una coerenza tra mezzi e fini di cui gli amministratori erano chiamati a dare pubblicamente evidenza, onde evitare comportamenti fraudolenti».

[53] In tal senso cfr. Belli, *Legislazione* cit., pp. 83 s., al quale si rinvia per altre notizie su questo organismo.

[54] R.d. 5 settembre 1869, n. 5256. Conte, *L'ordinamento del credito* cit., pp. 450 ss., evidenzia il ruolo che nella soppressione del Sindacato svolge Luigi Luzzatti, promotore delle banche popolari danneggiate da alcuni provvedimenti del Sindacato (quale l'imposizione di una soglia minima ai depositi di 200 lire), nominato segretario generale del Ministero dell'agricoltura.

in parte conferite agli uffici provinciali di ispezione[55]. Il provvedimento viene percepito come un atto di liberalizzazione e (in un certo senso) anche come una vittoria dei fautori della pluralità degli istituti di emissione, dato che il presidente del Sindacato si era apertamente schierato a favore della banca di emissione unica e dei progetti di integrazione della Banca Nazionale Toscana in quella Nazionale[56].

2. *Nascita e sviluppo della banca mobiliare e delle banche cooperative. Il credito fondiario e quello agrario*

Il sistema bancario italiano si è andato nel frattempo sviluppando sulla falsariga di quello francese con la nascita delle banche di credito mobiliare: nel 1863 sorge a Torino – sull'esempio del Crédit Mobilier francese dei fratelli Péreire – la Società Generale di Credito Mobiliare (partecipata dagli stessi Péreire e con legami azionari con la Banca Nazionale) e subito dopo, a Roma, la Banca Generale Italiana, che fanno presto registrare un notevole sviluppo. Ad esse seguono il Banco Sconto e Sete, il Credito Torinese e il Credito Mobiliare (tutte a Torino) e la Banca Tiberina (a Roma). Si tratta di istituti che si caratterizzano per raccogliere risparmio tra il pubblico (specialmente le classi medie cittadine) essenzialmente (in un primo tempo) tramite l'emissione di propri titoli di partecipazione e di riversarlo direttamente negli investimenti industriali (sia a breve che a lungo termine) assumendo spesso partecipazioni nelle stesse imprese sovvenute (la borsa valori come mercato del capitale di rischio è praticamente inesistente). Si finanzia così l'industria nascente nel paese e la sua crescente fame di capitali: ferrovie, società di navigazione e, soprattutto, l'edilizia, favorita dal crescente inurbamento e dallo sviluppo della capitale[57].

[55] Per l'abolizione dell'autorizzazione alla costituzione delle società commerciali bisognerà tuttavia attendere il codice di commercio del 1882 che sostituirà il provvedimento con l'omologazione.

[56] Belli, *Legislazione* cit., p. 84.

[57] Sullo sviluppo della banca di credito mobiliare in Italia, cfr. Colajanni, *Storia della banca* cit., p. 18 e Belli, *Legislazione* cit., pp. 88 ss.

Nel frattempo, oltre alla crescita delle casse di risparmio (delle quali si è detto nel capitolo scorso e sulle quali si tornerà fra breve), che accanto alla loro natura di opere pie vanno sempre più accentuando l'operatività bancaria estendendo la raccolta presso i ceti medi e remunerandola con prestiti alle piccole imprese, sorgono nel paese anche le banche cooperative. Inizialmente le banche popolari (per lo più a responsabilità limitata e di matrice laica), che dal 1864 prosperano anche per iniziativa e impulso di Luigi Luzzatti (che si ispira alle unioni di credito prussiane), proiettate verso il settore commerciale e la piccola industria[58]; successivamente, le casse rurali e artigiane (le attuali banche di credito cooperativo), che si caratterizzano per assumere anche la forma della responsabilità illimitata, essere a prevalente matrice cattolica e strettamente collegate con l'associazionismo cooperativo, un'operatività rivolta soprattutto all'agricoltura e all'artigianato[59].

Banche popolari e casse rurali operarono come agenti di una prima diffusa modernizzazione del credito presso strati sociali tradizionalmente esclusi dall'accesso alle strutture del credito istituzionale, i quali spesso cadevano vittime degli usurai. Esse inoltre, almeno tendenzialmente, non drenarono risorse finanziarie dai centri minori per convogliarle verso le città, né dal settore privato per riversarle sul settore pubblico, ma le impiegarono in prevalenza a beneficio dell'economia locale[60].

Contemporaneamente nascono i primi nuclei di organismi specializzati nell'erogazione di forme di credito «speciali» e la relativa regolamentazione.

Gli istituti di credito fondiario vengono per la prima volta disciplinati dalla l. 14 giugno 1866, n. 2893, e sottoposti a vigilan-

[58] Le prime banche popolari sorgono a Lodi e a Milano nel 1864-65; durante il periodo del Sindacato governativo ne vengono censite 24 e nel 1883 ne esistono più di 200. Nel 1905 l'attivo di bilancio delle popolari è pari al 14,2% dell'intero sistema bancario; cfr. Pecorari, *Il sistema bancario* cit., p. 312.

[59] Ivi, p. 314, sottolinea che: «Ancor più strepitosa dell'ascesa delle banche popolari (quasi 700 nel 1888) fu quella delle casse rurali (704 nel 1897, 1.386 nel 1905, 2.594 nel 1915), specie da quando, nel 1892, il movimento fu egemonizzato dai cattolici intransigenti dell'Opera dei congressi, che conferirono a tali cooperative un'impronta confessionale [...]».

[60] Ivi, p. 312.

za governativa con il r.d. 25 aprile 1867, n. 3682. Tali disposizioni prevedono un sistema di abilitazione a base territoriale imperniato sugli istituti di credito di diritto pubblico e sulle più grandi casse di risparmio, che operano in regime di monopolio nelle aree di competenza. «Erano consentiti mutui da 1.000 a 550.000 lire con prima ipoteca fino alla metà del valore dell'immobile, all'interesse del 5,60%. Le cartelle fondiarie, emesse per un valore nominale pari all'ammontare del capitale mutuato, erano ammortizzabili da dieci a cinquant'anni [...]»[61]. Il sistema viene riformato con la l. 21 dicembre 1884, n. 2834, confluita nel testo unico approvato con r.d. 22 febbraio 1885, n. 2922, in seguito sostituito da quello approvato il 16 luglio 1905, n. 646, con i quali si autorizzano gli istituti abilitati a operare su tutto il territorio nazionale. Nel 1885 la Banca Nazionale viene autorizzata a esercitare questa tipologia di credito (r.d. 5 aprile 1885, n. 1647) e fonda il Credito Fondiario, dotato di un capitale di 25 milioni di lire e abilitato a emettere cartelle per un importo pari a dieci volte il capitale versato. L'idea è quella di creare un istituto nazionale sul modello del Crédit Foncier francese e nel 1890 viene autorizzato l'aumento del fondo assegnato dalla Banca Nazionale nel Regno alle operazioni di credito fondiario[62]. Il progetto tuttavia non si realizza in pieno perché, non avendo provveduto a versare la metà del capitale sottoscritto, nel 1894 l'Istituto italiano di credito fondiario viene dichiarato decaduto dal privilegio di operare in esclusiva su tutto il territorio nazionale.

Una prima regolamentazione del credito agrario si ha con la l. 21 giugno 1869, n. 5160, che intende stimolare la creazione di banche e istituti di credito agrario che si finanziano sul lato della raccolta, con l'emissione di buoni agrari e concedano prestiti garantiti da prodotti agricoli. Essa non viene però mai attuata anche per la mancata istituzione dei magazzini generali nei quali avrebbero dovuto essere depositati i prodotti dati in pegno. La successiva l. 23 giugno 1887, n. 4276, estende a tutte le banche la possibilità di effettuare operazioni di credito agrario di esercizio e di miglioramento garantito da privilegio speciale sui

[61] Ivi, p. 315.
[62] R.d. 16 febbraio 1890, n. 3684.

frutti, finanziando la raccolta con l'emissione di cartelle agrarie. Anch'essa tuttavia, emanata nel pieno della crisi agraria, ha scarso successo: «Pochissime banche [...] chiesero di poter attuare le operazioni di credito agrario previste dalla legge e, quindi, le cartelle agrarie ebbero una diffusione assai modesta»[63].

3. *La legge sugli istituti di emissione del 1874 e quella sull'abolizione del corso forzoso del 1881*

Torniamo ora, per un attimo, alle banche di emissione. Si è visto come il progetto Sella-Castagnola si fosse arenato. La pluralità di istituti di emissione genera però anche abusi e confusione e ciò spinge il governo a presentare (nel maggio 1873) un nuovo progetto di legge tendente a restringere e disciplinare la circolazione, subito seguito da una circolare del ministro Castagnola che ha lo scopo di porre fine alla circolazione abusiva dei piccoli istituti[64].

Nel novembre 1873 viene presentato da Minghetti (primo ministro e ministro delle Finanze *ad interim*) un altro progetto che diventa la l. 30 aprile 1874, n. 1920 (*Discipline che regolano la circolazione cartacea durante il corso forzoso*): prima disciplina organica dello Stato italiano sugli istituti di emissione. L'emissione viene riservata a sei banche: Banca Nazionale nel Regno, Banca Nazionale Toscana, Banca Toscana di Credito, Banca Romana, Banco di Napoli e Banco di Sicilia; fra di esse viene istituito un Consorzio per la fornitura di biglietti al Tesoro, per un importo

[63] Pecorari, *Il sistema bancario* cit., p. 317. Le disposizioni sul credito agrario saranno poi raccolte nel testo unico del 9 aprile 1922, n. 932.

[64] Sulla circolare e sulla critica ad essa fatta da posizioni liberiste dall'economista Francesco Ferrara (uno dei protagonisti del dibattito su pluralità e riordino degli istituti di emissione) in un suo importante scritto, cfr. Cardarelli, *La questione bancaria* cit., pp. 141 ss. È interessante tuttavia notare come tale studioso, acceso sostenitore della pluralità e concorrenza fra le banche di emissione e ostile alla posizione di predominio che andava assumendo la Banca Nazionale (definita «banca colosso» che «ha legato al suo carro tutto il ceto mercantile del regno» e per la quale «il governo ebbe sempre [...] una predilezione evidente»), riconosca la necessità di una legge che riordini il settore.

inizialmente pari a un miliardo di lire[65]. Si stabilisce quindi una doppia circolazione: quella dei biglietti consorziali (che fruiscono del corso forzoso) e quella dei biglietti propri dei singoli istituti, che hanno corso legale nelle sole province in cui esso è accordato e in quelle in cui opera una dipendenza che si assume l'obbligo del cambio[66]. Tutti gli istituti devono garantire il cambio dei propri biglietti in moneta metallica, in biglietti degli altri istituti (obbligo della «riscontrata»)[67] o in biglietti consorziali che, avendo corso forzoso, non possono invece essere ulteriormente convertiti in moneta metallica. Viene introdotto un duplice limite alla circolazione: il triplo della riserva e il triplo del capitale versato ma, anche per quest'ultimo, viene fissato un tetto massimo per ogni istituto[68]. Viene istituita un'imposta di bollo sulla circolazione dell'1%[69].

Con questa legge viene quindi istituito un primo apparato di vigilanza sull'emissione – chiaramente percepita come una funzione pubblica o, comunque, un'attività sensibile per i riflessi che comporta sugli interessi generali – che fa capo al ministro delle Finanze, il quale esercita i suoi poteri tramite commissari che partecipano alle sedute degli organi deliberanti e hanno potere

[65] Con il quale il Tesoro rimborsa il prestito ottenuto dalla Banca Nazionale all'atto dell'istituzione del corso forzoso.

[66] Di qui l'importanza della rete territoriale degli istituti di emissione che andrà aumentando con l'assunzione del servizio di Tesoreria per conto dello Stato.

[67] Su questo istituto e la sua evoluzione nel corso del tempo, cfr. S. Petricola, *La riscontrata*, in *Ricerche per la storia della Banca d'Italia*, V, Bari 1994, p. 307.

[68] Sulla l. del 1874 cfr. Belli, *Legislazione* cit., pp. 86 ss., il quale pone in evidenza il ruolo di supporto tecnico svolto da Luigi Luzzatti (il promotore delle banche popolari) nei confronti di Minghetti per quanto riguarda la redazione del testo di legge e, più diffusamente, Di Nardi, *Le banche di emissione* cit., p. 220. Sulla posizione molto critica di eminenti economisti dell'epoca quali Francesco Ferrara (che era anche un importante uomo politico che nel 1867 aveva assunto la responsabilità del Ministero delle finanze) e Antonio De Viti De Marco, cfr. Gigliobianco, Giordano, *Economic Theory* cit., p. 14, con rinvii alle opere dei predetti studiosi.

[69] Su tale tributo, la sua *ratio* e la sua evoluzione nel corso del tempo sino alla sua abrogazione (resa necessaria in seguito all'introduzione dell'euro) ad opera della l. 22 novembre 2002, n. 265, cfr. A. Magliocco, *L'imposta di bollo sulla circolazione prima e dopo l'unione economica e monetaria*, in «Dir. prat. tribut.», 2004, p. 521.

di ispezione pieno e obbligo di trasmettere al ministro sia la documentazione relativa ai biglietti che i bilanci e le situazioni delle banche nel loro complesso[70]. Vengono inoltre fissati particolari limiti agli impieghi delle banche di emissione ed è imposta un'autorizzazione all'assunzione di partecipazioni azionarie e all'acquisto di immobili. Come si è visto, prima ancora che nasca la vigilanza sulle banche intesa in senso moderno, si è in presenza di alcuni istituti tipici del controllo statuale su attività economiche di interesse pubblico nel campo della finanza che verranno poi utilizzati (affinati e affiancati ad altri) quando la supervisione sulle banche ordinarie prenderà effettivamente avvio. Interessante è notare come sia già presente, in embrione, anche la struttura normativa di quella che sarà poi la vigilanza bancaria, basata su due livelli: norma di legge primaria attributiva di poteri, norma di tipo regolamentare di fissazione dei limiti in dettaglio e delle procedure[71].

Nel marzo 1876 la sinistra subentra alla destra nel governo del paese e si propone un programma economico che, oltre all'abolizione della famigerata tassa sul macinato, prevede proprio la fine del corso forzoso e un sistema di liberi istituti di emissione. Dal governo vengono presentati due progetti di legge il primo nel novembre 1877[72] e il secondo nel febbraio 1879 (progetto Majorana) che, oltre all'abolizione del corso forzoso, prevedono la possibilità di autorizzare nuove banche di emissione e di istituire un obbligo di investimento in titoli di Stato di una quota parte della circolazione. Non è qui purtroppo possibile seguire l'acceso dibattito che divampa intorno a tali progetti[73]. Vale solo la pena di ricordare che, in una prima fase, la difesa delle banche

[70] Cfr. al riguardo Costi, *L'ordinamento* cit., pp. 30 s., nota 12.

[71] La vigilanza del ministro delle Finanze viene infatti esercitata anche sulla base del Regolamento adottato con d.m. 21 giugno 1875, n. 2372, al quale segue il d.m. 29 gennaio 1880.

[72] Di poco successiva è la riorganizzazione della vigilanza sugli istituti di emissione che passa al neoistituito Ministero del tesoro (r.d. 26 dicembre 1877, n. 1877).

[73] Per il quale cfr. Cardarelli, *La questione bancaria* cit., pp. 144 ss.; Id., *Il tramonto del free banking in Italia. I tentativi di riforma di Majorana Calatabiano (1877-1879)*, Banca d'Italia - Quaderni dell'Ufficio Ricerche Storiche, 14, dicembre 2006, ai quali si rinvia anche per l'ampia citazione originale delle fonti che alimentarono il dibattito.

di emissione, che rischiano di essere penalizzate dall'introduzione di nuovi *competitors*, si affida anche a un collegio di esimi giuristi (fra i quali figura Crispi) la cui tesi è che la legge del 1874 ha natura contrattuale, per cui lo Stato (fin quando resta in piedi il Consorzio) non può legiferare liberamente in materia. Il governo prova a tirar dritto ma la Commissione parlamentare incaricata di esaminare il progetto, pur condividendone in teoria i principi ispiratori, respinge in pratica molte delle innovazioni più significative e, in definitiva, lo fa naufragare.

Nell'aprile 1880 vengono effettuate delle ispezioni presso le banche di emissione che accertano, nella maggior parte di esse, situazioni di incagli e immobilizzi.

Nel novembre 1880 il ministro Magliani presenta un progetto di legge per la sola abolizione del corso forzoso che, senza pressoché opposizione, diviene la l. 7 aprile 1881, n. 133. Il corso forzoso è abolito e il Consorzio fra gli istituti di emissione sciolto. Il governo si assume l'impegno di procurarsi la valuta metallica necessaria per il cambio tramite un prestito di 644 milioni di lire. Le operazioni di conversione dei biglietti possono quindi iniziare solo due anni più tardi, per dar tempo al *pool* di banche che assumono il servizio del prestito (capeggiate dalla Nazionale) di reperire valuta metallica sui mercati esteri senza provocare scossoni.

L'aggio dell'oro (scomparso alla sola presentazione del progetto di legge) diviene in seguito negativo, dato che i biglietti vengono preferiti al metallo che si accumula improduttivo nelle riserve delle banche di emissione. Queste ultime, quindi, chiedono e ottengono di superare il limite alla circolazione commisurato al capitale versato (imposto dalla legge del 1874), sempre che le eccedenze siano pienamente garantite da riserva metallica[74]. Una volta venuto meno quest'argine, le banche di emissione stesse spingono sull'acceleratore delle operazioni attive fornendo alle banche commerciali un'ingente massa di liquidità che (in aggiunta a quella proveniente dall'estero) favorisce un'espansione

[74] R.d. 12 agosto 1883, n. 1592, e r.d. 30 novembre 1884, n. 2857. È stato di recente posto in luce come questi provvedimenti fossero anche frutto della pressione della Nazionale (nella persona di Giacomo Grillo, succeduto a Bombrini nel 1882) sul governo: Gigliobianco, *Via Nazionale* cit., p. 36.

dei crediti che si indirizzano prevalentemente verso le iniziative di speculazione edilizia (specialmente nella capitale) in cui: «Le nuove costruzioni erano finanziate dal credito bancario, soprattutto mediante prestiti a breve garantiti da cambiali finanziarie a breve sul mercato internazionale»[75].

4. *La prima fase della crisi della banca mobiliare e lo scandalo della Banca Romana*

Nel 1887, quasi contemporaneamente alla nascita, il 1° luglio, del primo governo Crispi, la situazione economica peggiora notevolmente: alla crisi del mercato agricolo si aggiunge quella immobiliare con lo scoppio della bolla speculativa e il ritiro dei capitali esteri[76]. La crisi investe le banche: prima quelle commerciali e poi quelle di emissione che, spinte dal governo a sostenere le prime, lo avevano fatto convinte di tutelare meglio i vecchi crediti nei confronti dei settori più esposti e si trovano ora fortemente immobilizzate[77].

Le banche di credito mobiliare più importanti (come la Banca Generale e il Credito Mobiliare) resistono anche grazie al sostegno della Nazionale mentre la Banca Romana sopravvive momentaneamente grazie alle finanze vaticane. La convertibilità da poco reintrodotta formalmente è sospesa di fatto: «con vari espedienti fra cui la studiata lentezza delle operazioni allo sportello, le banche negavano in pratica, implicitamente appoggiate dal governo, il rimborso in oro dei propri debiti»[78]. Nel 1892 un industriale torinese che cita in giudizio il Banco di Napoli, rifiutatosi di cambiare i suoi biglietti, ottiene dal Tribunale di Torino una

[75] De Cecco, *L'Italia e il sistema finanziario internazionale* cit., p. 17. Sul fenomeno cfr. anche A. Confalonieri, *Banca e industria in Italia 1894-1906*, Milano 1974, I, p. 24.

[76] Il governo reagisce adottando una nuova tariffa protezionistica su alcuni prodotti agricoli e sulla maggior parte di quelli industriali che scatenerà una guerra commerciale con la Francia.

[77] Su questi aspetti, cfr. Di Nardi, *Le banche di emissione* cit., p. 391 e Confalonieri, *Banca e industria* cit., pp. 143 ss.

[78] Gigliobianco, *Via Nazionale* cit., p. 37.

poco soddisfacente ma significativa pronuncia di difetto di giurisdizione dell'autorità giudiziaria[79].

Esplodono le contraddizioni di un sistema basato sulla pluralità di istituti di emissione in concorrenza fra di loro e sulla commistione fra attività di emissione e attività commerciale di questi ultimi. Emerge una grossa fetta di circolazione illegale (oltre i limiti consentiti) e, di conseguenza, enormi problemi di «riscontrata», soprattutto per la carta della Banca Romana emessa in eccesso e portata al cambio dalla Nazionale.

Il governo presenta un nuovo progetto di legge con lo scopo di porre ordine nel settore ribadendo il sistema dei limiti posti dalla legge del 1874 e disciplinando in modo più rigoroso la «riscontrata» al fine di indurre gli istituti di emissione a presentare al cambio una minor mole di biglietti, che non verrà però approvato[80].

Nel 1889 il governo, forse insospettito dalle richieste di «riscontrata» di un'enorme massa di biglietti della Banca Romana, nomina una Commissione di inchiesta sull'istituto presieduta dal senatore Alvisi la quale scopre ogni tipo di malversazione e accerta l'emissione di un ingente numero di banconote duplicate. Il presidente del Consiglio Crispi e il ministro del Tesoro Giolitti decidono di tenere segreto lo scandalo per non «turbare il credito pubblico» (come avrebbe poi detto il primo). Giolitti riesce anche a far nominare senatore il commendator Tanlongo, governatore della Romana[81]. Ma nel dicembre 1892 i deputati radicali Colajanni e Gavazzi (forse ispirati anche da alcuni economisti fra i quali Pantaleoni e Pareto) fanno scoppiare lo scandalo illustran-

[79] L'episodio è ricordato da Belli, *Legislazione* cit., p. 87. È interessante notare come il difetto di giurisdizione in materia di questioni connesse alla sovranità monetaria viene più di recente ribadito dalla magistratura nei confronti di quelle pretese (probabilmente, se un paragone storico è consentito, assai meno fondate di quella dell'industriale torinese citato nel testo) tendenti all'appropriazione da parte dei singoli cittadini di una quota del c.d. reddito da signoraggio (emblematica è, sul punto, Cass., sez. un., 21 luglio 2006, n. 16751).

[80] Sul progetto, presentato dal ministro dell'Agricoltura, industria e commercio Grimaldi e da quello delle Finanze Magliani nel novembre 1887, cfr. Cardarelli, *La questione bancaria* cit., pp. 158 ss., il quale illustra la fiera opposizione degli istituti di emissione.

[81] Sulla responsabilità personale di Giolitti nella nomina (che avviene per decreto reale ma non è preceduta da adeguata istruttoria), cfr. G. Negri, *Giolitti e la nascita della Banca d'Italia nel 1893*, Bari 1989, pp. 17 s.

do alla Camera i risultati dell'ispezione Alvisi. Il governo corre ai ripari e nomina un'altra Commissione di ispezione su tutti e sei gli istituti di emissione, presieduta dal senatore Finali, responsabile della Corte dei Conti[82].

Il 18 gennaio 1893 Finali consegna a Giolitti un primo rapporto sulla Romana e, nello stesso giorno, vengono firmate due convenzioni, una fra le due banche toscane e la Nazionale per la costituzione della Banca d'Italia e l'altra, fra le stesse banche, per la liquidazione della Romana. Il giorno seguente Tanlongo viene arrestato. Nel marzo 1893 la Relazione di Finali viene presentata al governo e poi al Parlamento, che istituisce una propria Commissione per indagare sullo scandalo (detta «dei sette» e presieduta dall'onorevole Mordini). Si svela uno scenario di corruzione fra finanza e politica e l'*affaire* diventa motivo di lotta politica senza esclusione di colpi fra Crispi e Giolitti con Tanlongo che, dal carcere o dagli arresti domiciliari, probabilmente li ricatta entrambi. Quest'ultimo verrà successivamente assolto in sede penale nel luglio 1894 anche in seguito a sottrazione di parte della documentazione di inchiesta. Giolitti è politicamente danneggiato dallo scandalo e per un periodo si trasferisce in Germania, dopo le sue dimissioni da primo ministro rassegnate il 15 dicembre 1893[83].

Lo scandalo, ponendo il problema della liquidazione della

[82] Finali dispone di un collaboratore qualificato per ogni istituto di emissione: responsabile per la Banca Romana è il segretario generale della Corte dei Conti Martuscelli.

[83] Sullo scandalo della Banca Romana, cfr. N. Colajanni, *Banche e Parlamento*, Milano 1893; N. Quilici, *Fine di secolo. Banca Romana*, Roma 1935. Quest'ultimo libro (come ricorda S. Ginzberg, *Lo scandalo fotocopia che sbuca dal passato*, in «la Repubblica», 22 gennaio 2006, pp. 36 s.) viene dedicato dall'autore a Mussolini ed è uno dei 761 volumi studiati da Gramsci in carcere. Un'efficace e divertente sintesi dello scandalo (con i suoi risvolti di cronaca nera che vedono un direttore di banca che tenta di fuggire travestito da prete e alcune morti sospette), oltre che nel cennato articolo di giornale, è in Belli, *Legislazione* cit., pp. 97 s., il quale parla di: «un primo robusto [...] esempio di intreccio malavitoso fra politica e finanza», quasi una costante della nostra storia finanziaria, «una sorta di piaga endemica che ogni tanto riemerge e giunge a suppurazione, come si è verificato anche in epoca non remota, con il caso Sindona, con il caso Calvi e con lo scandalo della filiale di Atlanta della Banca Nazionale del Lavoro [...] e oggi purtroppo possiamo aggiungere: Cirio, Parmalat, ecc. [...]».

Romana, ha tuttavia il salutare effetto di dare una spinta verso una razionalizzazione degli istituti di emissione e un ammodernamento delle relative regole. E anche questa appare una costante della legislazione bancaria, dove il binomio crisi (e a volte scandali) riforme appare come un *fil rouge* che collega i vari periodi, quasi una chiave di lettura che passa attraverso i secoli.

5. *La nascita della Banca d'Italia (1893)*

Appare ormai chiaro, anche in sede politica, come l'unica ipotesi di soluzione dell'intricata vicenda sia un *repêchage* dei vecchi progetti di fusione fra la Nazionale e le due banche toscane con la nascita di un nuovo soggetto forte al quale accollare l'onere della liquidazione della Romana – un «buco» di circa 22 milioni di lire, contando le sole perdite – preservando la facoltà di emissione dei banchi meridionali per ragioni tecniche (il loro bilanci sono meno compromessi) e, soprattutto, «politiche»: elettori e parlamentari meridionali non avrebbero digerito una loro *deminutio* a vantaggio della «grande sorella» di origini «piemontesi»[84]. Giolitti lavora personalmente a questa soluzione spingendo le interessate a sottoscrivere le convenzioni e trattando con esse le condizioni della liquidazione della Romana e le relative contropartite[85].

La nuova Banca d'Italia sarebbe quindi nata con un capitale di 300 milioni di lire, di cui 210 versati, assumendo l'onere di liquidazione della Romana alle seguenti condizioni: tenuta di un

[84] Negri, *Giolitti e la nascita della Banca d'Italia* cit., p. 17, riporta il seguente passo della Relazione del direttore generale Grillo al Consiglio superiore della Banca Nazionale del 19 gennaio 1893 (poi espunto dal verbale su suggerimento di un consigliere): «Non si avrà la Banca unica perché il Governo si è pronunciato molto nettamente sul punto della conservazione dei due banchi meridionali come Istituti di emissione, però nelle condizioni attuali; ma si fa un gran passo verso l'attuazione di questo concetto ch'egli prevede avrà in tempo più o meno remoto il suo compimento perché così vuole l'interesse del paese».

[85] Per l'apporto personale di Giolitti (che aveva un eccellente *curriculum* di giurista ed esperto in materia finanziaria) ai lavori di stesura propende Negri, *Giolitti e la nascita della Banca d'Italia* cit., pp. 20 ss., secondo il quale il presidente del Consiglio si avvale (soprattutto per la Relazione) dell'opera di Stringher, dirigente del Tesoro che più tardi succederà a Grillo alla guida della Banca d'Italia.

apposito conto separato, acquisizione di tutte le attività (comprese le riserve metalliche) e passività (inclusa la circolazione illegale) della banca[86], corresponsione di un rimborso di 450 lire per ogni azione dal valore nominale di 1.000 lire. In contropartita il governo concede la facoltà di emissione ventennale, il corso legale dei biglietti per un quinquennio, la riduzione dell'imposta di bollo sulla circolazione dall'1,44 all'1%[87].

Nel marzo 1893 il governo presenta quindi alla Camera un disegno di legge sul riordino degli istituti di emissione che recepisce le convenzioni di gennaio: viene così approvata la l. 10 agosto 1893, n. 449, che autorizza la creazione della Banca d'Italia mediante la fusione fra la Banca Nazionale nel Regno d'Italia, la Banca Nazionale Toscana e la Banca Toscana di Credito. Il panorama degli istituti di emissione si semplifica ed essi si riducono a tre: la Banca d'Italia, il Banco di Napoli e il Banco di Sicilia ai quali, come si è visto, viene attribuita la facoltà di emissione per venti anni e riconosciuto il corso legale dei biglietti per cinque[88].

Le operazioni che gli istituti possono compiere sono espressamente elencate[89]. Le nomine dei direttori generali devono es-

[86] La cessione di attività e passività si dimostra così (in questo esempio su grande scala coinvolgente addirittura un istituito di emissione) lo strumento principe per la risoluzione delle crisi bancarie.

[87] Sempre nella predetta riunione del 19 gennaio 1893, il Consiglio superiore della Nazionale, approvando il progetto di massima di sistemazione, esprime l'auspicio che la concessione di emissione sia portata a 25 anni (onde poter meglio ammortizzare gli oneri derivanti dalla liquidazione della Romana, ritenuti assai pesanti), che alla Banca d'Italia sia affidato il servizio di Tesoreria «in tutto lo Stato ad eque condizioni» (il governo ha già dato assicurazioni in tal senso) e che sia «mantenuto il diritto alla riscontrata in senso vero e reale». Su quest'ultimo punto Grillo dà assicurazioni sulle intenzioni del governo spiegando solo che, per ragioni di flessibilità, le relative disposizioni non sarebbero state collocate nella legge ma avrebbero formato oggetto di un successivo decreto (Negri, *Giolitti e la nascita della Banca d'Italia* cit., pp. 20 ss.).

[88] Per una rassegna delle opinioni critiche espresse all'epoca dalla dottrina economica di ispirazione liberista sulla legge del 1893, cfr. Gigliobianco, Giordano, *Economic Theory* cit., pp. 20 ss.

[89] L'art. 12 detta una lista tassativa stabilendo che: «Gli istituti di emissione non possono fare operazioni diverse dalle seguenti [...]». Si pone così un principio di differenziazione dal diritto comune e dalle normali banche commerciali riconoscendo che la principale attività di pubblico interesse (l'emissione) mal sopporta la commistione con alcune attività di tipo imprenditoriale.

sere approvate dal governo. La vigilanza è affidata al ministro dell'Agricoltura, industria e commercio di concerto con quello del Tesoro con obbligo di un'ispezione straordinaria biennale. Le concrete modalità della vigilanza vengono demandate a una fonte regolamentare[90]. Le modalità di conversione dei biglietti in moneta metallica vengono rimandate a un apposito decreto. La Banca d'Italia assume l'onere di liquidazione della Romana (che la impegnerà per molti anni) alle condizioni che si sono viste[91] e vengono previste scadenze prestabilite per la liquidazione degli immobilizzi degli istituti con conseguente riduzione della circolazione.

Con questo provvedimento legislativo di razionalizzazione dell'emissione lo Stato esercita un maggior controllo su un fenomeno che ha dato luogo a pericolose malversazioni: la nascita della Banca d'Italia è favorita quindi anche da un'esigenza di maggior integrità e semplificazione. La nuova banca, che realizza il sogno di Cavour di un istituto di emissione forte (se non unico), si ingrandisce con fusioni e inglobando i soggetti più deboli ma caricandosi della pesante eredità delle perdite della Banca Romana[92].

[90] Prosegue quindi la già delineata tendenza ad affidare alla legge l'attribuzione dei poteri e a demandare alla fonte regolamentare le procedure e gli istituti di vigilanza che sarà propria anche della futura supervisione bancaria.

[91] Il Regolamento per la liquidazione della Banca Romana è approvato con r.d. 23 novembre 1893, n. 644, lo stesso giorno in cui la Commissione dei sette presenta la sua Relazione alla presidenza della Camera.

[92] Si riportano, di seguito, alcuni passaggi significativi della Relazione tenuta dal direttore generale all'Adunanza straordinaria degli azionisti della Banca Nazionale nel Regno, tenutasi in Firenze il 27 febbraio 1893: «Dietro ad avvenimenti sui quali non occorre fermarci, il Governo [...] fu condotto a studiare una diversa e definitiva soluzione del problema bancario, per la quale potesse ottenersi un normale assetto della circolazione fiduciaria mediante la creazione di un'unica Banca di emissione per azioni da effettuarsi con l'unione delle quattro banche esistenti, lasciando tuttavia sussistere, nelle attuali condizioni, i due Banchi meridionali [...]. Persuasi sempre che l'ordinamento bancario italiano, viziato nella sua base e costituzione, non risponda alle condizioni ed alle esigenze del paese a cui gli errori e le illusioni del passato han creato nuovi ed urgenti bisogni; persuasi ancora che per apprestare alla situazione che ne è derivata più pronti e più efficaci rimedi, sia necessario recare all'ordinamento stesso modificazioni sostanziali, [...] noi accogliemmo volentieri l'invito del Governo, e fummo solleciti di ripigliare in esame le trattative altra volta iniziate per addivenire insieme alle altre Banche per azioni alla costituzione di un poderoso Istituto di emissione. [...] Appena iniziate le trattative

A fine dicembre 1893, subito dopo la formazione del nuovo governo Crispi (con Sonnino alle Finanze e Tesoro), viene emanato il Regolamento per la vigilanza sulla circolazione e sugli istituti di emissione[93] e lo statuto della Banca d'Italia[94]. Quest'ultimo, anche al fine di rendere possibile un'equilibrata rappresentanza delle varie banche partecipanti alla fusione nell'alta direzione, prevede un assetto di vertice di tipo collegiale: il direttore generale è affiancato da due vice e i tre insieme formano il Collegio di direzione[95].

Nella Relazione all'Adunanza generale degli azionisti, tenuta-

con la Banca Romana abbiamo dovuto constatare che la situazione di quell'Istituto era gravissima, sia con riguardo alla circolazione dei biglietti, sia riguardo alle operazioni. Apparve chiaramente che quella Banca non avrebbe potuto provvedere a rimborsare tutta la massa di biglietti che aveva in circolazione col prodotto della liquidazione delle sue attività [...] il governo espresse l'opinione e il desiderio che la combinazione alla quale erano intente la Banca Nazionale e le due Banche Toscane dovesse essere anche diretta ad assicurare la liquidazione della Banca Romana. Da parte sua il governo, considerato che la nuova Banca, assumendo a proprio carico tutto il passivo della Banca Romana – salve le ragioni verso i terzi – avrebbe dovuto sopportare una perdita molto considerevole, si mostrò disposto ad attenuarla, mediante alcune concessioni speciali da includersi nella legge».

[93] R.d. 20 dicembre 1893, n. 670, che l'affida a una Commissione permanente per la vigilanza sulla circolazione sugli istituti di emissione – formata da tre deputati, tre senatori e cinque membri di nomina governativa (tre alti magistrati e due dirigenti ministeriali) e assistita da una segreteria composta da funzionari ministeriali – e a un Ufficio centrale di ispezione incardinato nel Ministero dell'agricoltura e industria. Il provvedimento stabilisce anche il principio (che vedremo in parte riaffermato nel XX secolo per la vigilanza) che le spese di vigilanza fanno carico ai soggetti sottoposti al controllo.

[94] R.d. 20 dicembre 1893, n. 671. L'art. 1 dello statuto così recita: «La Banca d'Italia creata con legge 10 agosto 1893, n. 449, è costituita in Società anonima. Essa ha lo scopo di esercitare il commercio bancario e di emettere biglietti al portatore nei limiti e con le norme delle leggi». È significativo notare come la norma da un lato ponga attività bancaria commerciale ed emissione sullo stesso piano mentre, dall'altro, chiaramente indichi il rilievo pubblicistico di quest'ultima dato che essa è interamente regolata dalla legge (deve infatti svolgersi «con le norme delle leggi»), il cui ruolo non è quindi esclusivamente quello di fissare il limite all'emissione stessa.

[95] La collegialità verrà abbandonata con la riforma statutaria del 1899 per tornare solo con la riforma del risparmio del 2005. Sul tema, cfr. Gigliobianco, *Via Nazionale* cit., pp. 52 ss. e 71, il quale ricorda come all'atto della nascita della Banca d'Italia, alla Nazionale spetti il direttore generale (Grillo) e un vice (Ponte), l'altro vice (Levi della Vida) proviene dalla Nazionale Toscana che esprime anche il segretario generale.

si in Firenze il 24 febbraio 1894, il direttore generale Grillo, dopo aver difeso dalle critiche più disparate e di opposto segno[96] l'operato dell'istituto nei difficili momenti che seguono lo scandalo della Banca Romana e portano alla legge di riforma dell'agosto 1893, ricorda con queste appassionate parole l'esperienza della Banca Nazionale, che lega intimamente alla storia patria e allo sforzo di costruzione della nazione:

Prima di chiudere questa relazione, che è l'ultimo atto della Banca Nazionale, vogliamo ricordare ancora i titoli di benemerenza pubblica che essa seppe acquistarsi venendo in ogni occasione in aiuto dello Stato e del paese. Vogliamo ricordarvi che nei momenti più difficili per la nostra Italia, quando, per virtù d'eroi, si andava preparando il riscatto nazionale, la vostra Banca, fondendo i suoi interessi con quelli della Patria, dié largo e spontaneo concorso a tutte le operazioni finanziarie che porsero al Governo i mezzi occorrenti a sostenere la lotta contro i nemici del paese. Con la fortuna che arrise al patriottismo e alle armi italiane e sollevò a maggiore altezza il credito pubblico, il vostro Istituto poté avere meritato premio della fede avuta nei destini della Patria; ma non deve essere e non sarà mai dimenticato che, quando sinistri eventi avessero colpito il paese, la Banca Nazionale, che aveva legato ad esso le sue sorti, ne sarebbe stata irrimediabilmente travolta. Seguendo la fortuna delle armi e della politica, il vostro Istituto estese via via la sua azione alle varie parti d'Italia che si andavano riunendo sotto lo scettro della gloriosa Dinastia di Savoia, e cooperò efficacemente alla unificazione della Patria innalzando, a fianco dell'edificio politico, un grande e rispettato edificio bancario. L'Istituto che dié fino dal suo sorgere prove così solenni di sincero patriottismo, non mai smentito in appresso, che ebbe carattere altamente italiano e non venne mai meno al dovere che incombe ad una grande banca di emissione, lega alla Banca d'Italia una tradizione splendida e un ordinamento esemplare, cementato dalla concorde opera della sua Amministrazione e di un personale provato per intelligenza, zelo ed affetto. Noi ripetiamo con cuore l'augurio che un alito nuovo di vita

[96] Quali, ad es., da un lato l'aver sopraffatto i pubblici poteri, resi «ciechi e docili strumenti della guerra da essa dichiarata a tutti gli altri Istituti» e, dall'altro, il «non aver opposto più energica resistenza agli inviti, agli eccitamenti e alle pressioni del Governo; di aver troppo facilmente ceduto alle istanze sue e di aver addossato con ciò alla Banca le operazioni che han pesato sulla sua situazione e delle quali le è fatto ora grave carico».

sana e feconda di bene risollevi il paese dal presente stato di depressione e di sconforto, e auguriamo ancora che il miglioramento economico del paese offra alla Banca d'Italia il modo di riparare alle conseguenze dei sacrifizi fatti dal vostro Istituto per il bene pubblico.

6. *Il codice di commercio. Il testo unico sulle casse di risparmio (1888). La Cassa depositi e prestiti*

Prima di concludere questo capitolo denso di avvenimenti, è opportuno tornare un po' indietro per dar conto di alcuni eventi importanti dal punto di vista dell'ordinamento bancario.

Nel 1882 viene promulgato il nuovo codice di commercio che, come si è visto, non solo abolisce l'autorizzazione alla costituzione delle società commerciali, sostituendola con l'omologazione, ma qualifica come atti di commercio «le operazioni di banca»[97] e, all'art. 177, dispone che:

> Le società che hanno per principale oggetto l'esercizio del credito devono depositare presso il tribunale di commercio, nei primi otto giorni di ogni mese, la loro situazione riferibile al mese precedente, esposta secondo il modello stabilito con r. decreto e certificata conforme alla verità, con dichiarazione sottoscritta almeno da un amministratore e da un sindaco.

Queste disposizioni vengono di solito citate per inferire la mancanza, all'epoca, di una legislazione speciale riguardante l'attività bancaria e la sua sottoposizione al diritto comune, dopo l'abolizione, nel 1869, dell'esperimento del Sindacato governativo sulle società commerciali e sugli istituti di credito[98]. Si può tuttavia notare come proprio l'art. 177 cod. comm. già imponga alle banche un obbligo di trasparenza maggiore rispetto alle normali società commerciali. In chiave di «corsi e ricorsi storici» è

[97] Cfr. art. 3, comma 1, n. 11. Sono di conseguenza commercianti, ai sensi del successivo art. 8, «coloro che esercitano atti di commercio per professione abituale e le società commerciali».

[98] In tal senso Costi, *L'ordinamento* cit., pp. 25 s. Sul punto, cfr. anche Belli, *Legislazione* cit., p. 128.

interessante osservare come tale disposizione sia abbastanza simile a quelle di recente introdotte nelle legislazioni occidentali come reazione a scandali basati sulla frode. Una dichiarazione di conformità del bilancio è infatti prevista dalla legge statunitense c.d. Sarbanes-Oxley nonché dall'art. 154-*bis* del nostro t.u.f., introdotto dall'art. 14 della l. n. 262/2005 di riforma del risparmio.

Altro avvenimento rilevante del quale dare brevemente conto è la riforma in materia di casse di risparmio adottata con la l. 15 luglio 1888, n. 5546, che – riordinando l'intero settore e prendendo atto del fatto che la natura di ente creditizio di questi organismi prevale ormai su quella di opera pia – «rappresentò una delle prime e certamente la più organica disciplina speciale di un ente di credito»[99]. E, in effetti, con questa legge vengono per la prima volta «estesi» a enti creditizi diversi dalle banche di emissione alcuni strumenti di vigilanza che erano stati già applicati a queste ultime (ispezioni, invio di bilanci e situazioni contabili) mentre compaiono *ex novo* altri istituti – lo scioglimento del Consiglio di amministrazione, in caso di «gravi irregolarità nell'amministrazione», o dell'ente stesso (con conseguente liquidazione), in caso di «perdita per somma non minore alla metà del patrimonio»[100], e le sanzioni pecuniarie agli amministratori

[99] Costi, *L'ordinamento* cit., p. 33. La letteratura sulle casse di risparmio, che nel 1990 saranno riformate (come tutte le banche pubbliche) con una definitiva scissione fra l'ente pubblico (conferente) e la s.p.a. bancaria, è vastissima. Cfr., per tutti: G. Ingrosso, *Cassa di Risparmio*, in *Noviss. Dig.*, Torino 1958, II, p. 1021; A. Senin, *Cassa di Risparmio*, in *Enc. Dir.*, Milano 1960, VI, p. 427, ove ulteriori indicazioni bibliografiche. Ci si limita, di seguito, a dare qualche ulteriore suggerimento (ormai di sapore prettamente storico) sul dibattito che nel primo ventennio del XX secolo si accese circa la natura giuridica di tali enti: M. Pettini, *Perché le casse di risparmio debbono secondo il diritto positivo italiano considerarsi enti commerciali*, in «Giur. it.», IV, 1904, c. 58; Id., *Nuove considerazioni sul carattere commerciale delle casse di risparmio*, in «Giur. it.», IV, 1905, c. 118; A. Di Nola, *Le casse di risparmio non sono enti commerciali*, in «Riv. dir. comm.», II, 1906, p. 389; G. Ingrosso, *La natura giuridica delle casse di risparmio*, in «Atti del R. Istit. Incoraggiamento di Napoli», s. VII, IV, 1907; A. Abello, *Qualità commerciale delle casse di risparmio*, in «Dir. comm.», I, 1918, p. 97; E. Battaglini, *Natura giuridica delle casse di risparmio in relazione all'art. 207 C. Pen.*, in «Giust. Pen.», 1918, p. 1633.

[100] Poteri questi che possono essere tuttavia considerati solo un embrione dell'amministrazione straordinaria e della liquidazione coatta introdotte dalle successive leggi bancarie. A parte una comparazione storica dei presupposti (le

– che le leggi bancarie del 1926 e del 1936-38 irrobustiranno notevolmente e applicheranno (insieme ad altri) a tutti gli enti creditizi. È interessante anche notare come venga opportunamente stabilito un primo importante elemento di separazione fra politica e gestione «bancaria» prevedendosi che: «In nessun caso l'Amministrazione delle Casse di risparmio può essere assunta dalle Giunte comunali o dalle deputazioni provinciali o dai componenti le medesime» (art. 4, comma 2, l. n. 5546/1888).

La riforma sancisce l'importanza di un segmento del mercato bancario in evoluzione dato che:

> Al momento dell'Unità le casse di risparmio ordinarie presenti in Italia erano 91. Divennero 136 dieci anni dopo, 183 nel 1880, 218 nel 1895. Nei primi anni Ottanta, rappresentavano il 42% dell'attivo globale di bilancio degli istituti di credito ordinario, rapporto salito a oltre il 50% nel 1894 e al 53% nel '97[101].

Va inoltre evidenziato come la vocazione delle casse di risparmio le porti ad assumere un importante ruolo nella formazione di alcuni organismi che saranno poi le fondamenta dello Stato sociale. Esse sono infatti fra le promotrici della Cassa nazionale di assicurazione per gli operai contro gli infortuni del lavoro che sarà poi riconosciuta con legge nel 1883 e trasformata nell'INAIL nel 1933. È interessante osservare come l'obbligatorietà dell'adesione a tale organismo sia sancita proprio da una legge del 1888, coeva quindi alla riforma delle casse di risparmio[102].

La nuova legge, oltre a dare autonomia alle casse conferendo loro personalità giuridica e staccandole dagli enti fondatori o dai soci, detta alcune regole minimali in materia di: solidità patrimo-

irregolarità possono dar luogo solo a scioglimento dell'organo amministrativo e non dell'ente mentre per ciò che attiene alle perdite l'amministrazione ha molta meno discrezionalità), nel primo caso il «commissario Regio» deve soltanto provvedere «nel termine di tre mesi alla nomina del nuovo Consiglio di amministrazione» mentre, nel secondo, lo scioglimento è promosso dal Ministero che nomina anche i liquidatori, ma «la liquidazione ha luogo con le norme stabilite dal Codice di commercio per la liquidazione delle società anonime».

[101] Cfr. Pecorari, *Il sistema bancario* cit., p. 310.

[102] Cfr., sul punto, Parte III, cap. I, par. 4.

niale (fondo di dotazione non inferiore a un determinato importo, riserve); raccolta (consentendo di accettare depositi in conto corrente oltre a quelli di risparmio); impieghi (ammessi quelli previsti dallo statuto) e vigilanza (attribuita al ministro dell'Agricoltura, industria e commercio al quale sono conferiti anche poteri di gestione delle crisi tramite nomina di commissari).

Nel frattempo, nella funzione di raccolta e promozione del risparmio, anche minuto, alle casse di risparmio si affianca, con crescente successo, la Cassa depositi e prestiti. Questo istituto, creato con una legge del Regno di Sardegna del 18 novembre 1850 sull'esempio della Caisse des Dépôts et Consignations francese (che operava già dal 1816), nel 1863 incorpora gli organismi analoghi operanti negli Stati preunitari e nel 1870 le Casse depositi e prestiti operanti presso le Direzioni speciali del debito pubblico[103]. La l. 27 maggio 1875, n. 2779 (promossa da Minghetti) prevede poi che gli uffici postali operino come filiali di una Cassa di risparmio centrale inserita nella Cassa depositi e prestiti, mentre nel 1898 la cassa viene trasformata in Direzione generale del Tesoro[104]. Viene creato così, tramite la rete delle casse postali[105], un potente canale di raccolta del risparmio (attratto dalla garanzia statale) che viene poi impiegato prevalentemente per concedere ai Comuni mutui per la realizzazione di infrastrutture, per ristrutturare debiti contratti con banche e investito in titoli del debito pubblico.

[103] Con sede in Torino, Milano, Napoli e Palermo e soppresse con la l. 11 agosto 1870, n. 5784, promossa dal ministro delle Finanze Quintino Sella.

[104] Sulla Cassa, cfr., per tutti, M. De Cecco, G. Toniolo (a cura di), *Storia della Cassa Depositi e Prestiti*, Roma-Bari 2001; M. Mulazzani, M. Pozzoli, *Storia ed evoluzione della Cassa Depositi e Prestiti*, in www.dsg.univr.it/documenti/Documento/allegati/allegati586118.pdf.

[105] Che iniziano a operare nel 1875. «Nei primi due anni di attività (1876-77), i loro depositi superarono gli 11 milioni di lire, raggiungendo i 46,25 milioni alla fine del 1880, su un totale di 3.313 casse e 339.772 libretti», così Pecorari, *Il sistema bancario* cit., pp. 310 s.

III.
DAL 1894 ALLA LEGGE BANCARIA DEL 1926

1. *La crisi definitiva della banca mobiliare e l'espandersi del ruolo della Banca d'Italia*

La nascita della Banca d'Italia coincide con la definitiva crisi della banca mobiliare. A fine agosto 1893 manifesta forti difficoltà il Credito Mobiliare, mentre a metà gennaio 1894 la Banca Generale chiede la moratoria. Questi due grandi istituti, come si è visto, sono attivi nella compravendita di azioni e obbligazioni e assistono le grandi imprese nel collocamento di capitale di rischio. Al Credito Mobiliare fanno capo le Acciaierie Terni (maggior impresa siderurgica del paese), gran parte dell'industria saccarifera, alcune compagnie di navigazione, l'immobiliare Risanamento Napoli, mentre la Banca Generale finanzia massicciamente, fra le altre, le società ferroviarie. Quando scoppia la bolla immobiliare queste due banche iniziano a registrare forti perdi-

te e reagiscono sia spostando gradualmente la loro attività verso la raccolta di depositi (anche attraverso l'acquisizione di piccole banche di deposito e sconto) che acquistando i pacchetti azionari delle società debitrici al fine di sostenerle. Ciò non vale però a scongiurare il loro crollo, i cui effetti vengono anzi aggravati[106].

La caduta delle due grandi banche mobiliari si innesta su di un ribasso della lira e porta a una crisi di fiducia e a un conseguente forte ritiro di depositi bancari[107], per fronteggiare il quale viene consentito l'aumento della circolazione degli istituti di emissione con la creazione di uno scaglione intermedio di eccedenza dai limiti legali (assoggettato a imposta di circolazione ridotta) e viene sospeso l'obbligo di ridurre la circolazione in caso di debordo dei depositi in conto corrente presso le banche di emissione oltre i limiti di legge[108]. Subito dopo viene riformalizzato il corso forzoso (già di fatto vigente) con la sospensione della convertibilità dei biglietti di Stato e l'aumento a 600 milioni di lire della relativa circolazione[109]. L'insieme di questi provvedimenti schiude maggiori margini di discrezionalità nella gestione della politica monetaria.

Nel frattempo è iniziata un'ispezione ministeriale per accertare le immobilizzazioni degli istituti di emissione mentre, nell'ottobre 1894, la vigilanza sugli istituti di emissione passa al ministro del Tesoro[110].

Il 30 ottobre 1894 fra governo e Banca d'Italia viene sottoscritta una convenzione per l'affidamento a quest'ultima del servizio di Tesoreria provinciale dello Stato in tutto il territorio nazionale[111]. Tale concessione è, chiaramente, una delle contro-

[106] Sul crollo delle due grandi banche mobiliari, cfr. M. Pantaleoni, *La caduta della Società Generale di Credito Mobiliare italiano*, Torino 1895 (ried. 1998), che lo definisce un enorme fallimento morale.

[107] Anche il clima politico-sociale è difficile: è il periodo dei moti in Lunigiana e in Sicilia con l'intervento dell'esercito che provoca decine di vittime.

[108] R.d. 23 gennaio 1894, n. 9.

[109] R.d. 21 febbraio 1894, n. 50. Entrambi i decreti furono convertiti con la l. 22 luglio 1894, n. 339 (primo *omnibus* finanziario Sonnino).

[110] R.d. 12 ottobre 1894, n. 442, *Vigilanza sulla circolazione dei biglietti, sugli Istituti di emissione e liquidazione della Banca Romana*, conv. in l. 8 agosto 1895, n. 486.

[111] La convenzione, con la quale la banca acquisisce sessanta tesorerie

partite che il governo offre per compensare la banca dell'assunzione degli oneri di liquidazione della Romana[112].

La Banca d'Italia assomma così una serie di funzioni pubbliche o di interesse pubblico (emissione, tesoreria statale, salvataggi bancari) che vale a qualificarla sempre di più come «banca di Stato».

Si è autorevolmente notato come:

> prima la Banca Nazionale e poi la Banca d'Italia, avevano una visione alquanto estesa del loro ruolo: ritenevano che consistesse non solo nel gestire la moneta del paese per mantenere la convertibilità il più a lungo possibile, ma anche nel promuovere un armonioso sviluppo economico in un paese che era stato costituito con il fine esplicito di raggiungere i paesi di più antico sviluppo come Inghilterra e Francia. La convinzione di dover svolgere questo duplice ruolo fu espressa ripetutamente dai direttori generali della banca centrale. A loro avviso, questo ruolo giustificava le molte operazioni di salvataggio che la Banca era chiamata a svolgere e, di conseguenza, la speciale relazione di cui godeva con il governo[113].

Ed è probabilmente possibile leggere questo intervento nei salvataggi bancari, quest'opera svolta a sostegno della stabilità del sistema, come precursore di quelle funzioni di vigilanza che, affiancandosi lentamente a quelle di banca centrale, saranno formalmente affidate alla Banca d'Italia nel 1926. Funzioni pubbliche e natura e attività private entrano in questo periodo in con-

provinciali oltre a quelle che già gestiva, viene approvata con r.d. 10 dicembre 1894, n. 533, conv. in l. 8 agosto 1895, n. 486. Sulla convenzione, cfr. P. Ferro, G. Mulone, *La Banca d'Italia e il servizio di tesoreria statale*, in *Ricerche per la storia della Banca d'Italia*, IV, Bari 1993, pp. 298 ss.

[112] Nella sua Relazione all'Assemblea straordinaria degli azionisti del 7 gennaio 1895 il neodirettore generale Marchiori afferma che: «L'assunzione del servizio di tesoreria può bene a ragione considerarsi come il maggiore dei benefizi che la convenzione assicura alla Banca, ed è di per sé solo tale da compensare, a nostro giudizio – per vantaggi materiali e morali che ne derivano direttamente e indirettamente – il maggior onere dei risultamenti della liquidazione della Banca Romana»; il passo è riportato da Ferro, Mulone, *La Banca d'Italia e il servizio di tesoreria* cit., p. 296.

[113] M. De Cecco (a cura di), *L'Italia e il sistema finanziario internazionale 1919-1936*, Roma-Bari 1993, p. 25.

flitto quando, ad es., la necessità di mantenere riserve a sostegno della valuta nazionale porta a mantenere il tasso di sconto a un livello tale da favorire altre banche.

È stato anche acutamente osservato come «mentre oggi i banchieri centrali temono soprattutto le interferenze della politica [...] alla fine dell'Ottocento [...] il problema era piuttosto quello di affermare la missione pubblica della banca, di sganciarla dall'interesse degli azionisti che ne erano proprietari»[114].

È stato d'altronde sostenuto che il

> percorso di convergenza dell'assetto italiano dell'emissione con quello dei principali paesi europei comporta la trasformazione e il risanamento finanziario degli istituti di emissione [...], l'emarginazione dal processo decisionale degli interessi degli azionisti e di lobby politico-affaristiche, l'emergere di un management tecnicamente all'altezza dei compiti e dotato di ampia delega. E comporta altresì una più ampia e travagliata riallocazione dei poteri di definizione degli obiettivi, di iniziativa, di interdizione, di controllo, tra Tesoro, Banca d'Italia e restanti istituti di emissione, nonché altri soggetti minori ma non sempre marginali[115].

Interprete di questo delicato passaggio dalla sfera privata a quella pubblica, che avviene stabilendo un nuovo equilibrio non dimentico degli interessi degli azionisti, può essere considerato il nuovo direttore generale Giuseppe Marchiori, succeduto a Grillo per volontà di Sonnino[116].

[114] Gigliobianco, *Via Nazionale* cit., p. 13, secondo il quale: «[...] la progressiva trasformazione pubblica in atto, vigorosamente osteggiata da gruppi di azionisti per la parte che implicava un contenimento del loro potere decisionale e dei profitti distribuiti» (ivi, p. 12).

[115] F. Bonelli, E. Cerrito, in Cotula, De Cecco, Toniolo, *La Banca d'Italia. Sintesi* cit., p. 102.

[116] Per il ruolo di primo piano che lo statista gioca nel cambio del vertice della banca, cfr. S. Cardarelli, *Sonnino, il Tesoro e la Banca d'Italia (1893-1896)*, in P. Ballini, *Sidney Sonnino e il suo tempo*, Firenze 2000. Per un interessante profilo di Marchiori, cfr. Gigliobianco, *Via Nazionale* cit., pp. 58 ss.; per la sua opera all'interno della banca: A.M. Contessa, A. De Mattia, *L'evoluzione dei compiti e dell'organizzazione della Banca d'Italia (1893-1947)*, in *Ricerche per la storia della Banca d'Italia*, IV cit., pp. 23 ss.

2. *La nascita della banca mista e la convenzione del 1896 fra Tesoro e Banca d'Italia*

Il crollo della banca mobiliare lascia spazio per il sorgere di un intermediario di nuovo tipo: la banca mista, che mutua dalla Germania[117] sia i capitali che gli schemi operativi. Con questo termine si intende in generale un intermediario bancario che, dal lato del passivo, raccoglie risparmi ed emette titoli di capitale di rischio e, da quello dell'attivo, concede credito sia a breve che a lungo termine[118].

La Banca Commerciale Italiana viene costituita a Milano con capitali prevalentemente tedeschi nell'ottobre 1894. Nel febbraio 1895 nasce invece il Credito Italiano da un aumento di capitale della Banca di Genova sottoscritto anche da banche tedesche e svizzere. Le due maggiori banche miste italiane crescono rapidamente, sostenendo uno sviluppo trainato da un mercato in espansione che genera alti profitti. Esse diventano, in breve, gli snodi principali di una fitta rete di intrecci azionari, dato che tutte le grandi imprese vengono, prima o poi, ad avere con esse rapporti di credito e, talvolta, di partecipazione. Le banche miste mantengono un legame di tipo verticale con le imprese sovvenute tramite loro fiduciari che siedono negli organi di amministrazione e controllo, ricoprendo anche le cariche più elevate[119].

Intanto, nell'ultima parte del 1894, mentre viene di fatto abolita la riscontrata, il tasso ufficiale di sconto viene ridotto al 5%[120]

[117] Che dopo la vittoria nella guerra franco-tedesca aveva fortemente intaccato la supremazia finanziaria francese in Europa. Per la nascita e lo sviluppo della banca mista in Germania e sull'influsso di quest'ultima nelle vicende finanziarie italiane, cfr. P. Hertner, *Banche tedesche e sviluppo economico italiano (1883-1914)*, in *Ricerche per la storia della Banca d'Italia*, I cit., pp. 69 ss.

[118] Cfr., in proposito, M. Onado, *Banca universale e banca mista: due modelli diversi*, in «Econom. e pol. ind.», 1994.

[119] Su tale sistema, cfr. D. Ferrari, *Una fonte per lo studio della banca mista: i fiduciari del Credito Italiano 1895-1918*, in «Archivi e impr.», 1996, p. 373.

[120] Il provvedimento, adottato il 1° novembre, fa seguito a una prima riduzione di mezzo punto decisa il 1° settembre. L'aumento dal 5 al 6% era stato invece deciso un anno prima (il 30 ottobre 1893). Per l'aspra dialettica che i provvedimenti di riduzione innescano fra gli azionisti della Banca d'Italia (preoccupati per le loro conseguenze sull'ampia massa dei crediti immobilizzati) e il governo deciso a stimolare l'economia e per il ruolo di mediatore giocato dal

e il potere di promuovere la sua variazione viene attribuito al Tesoro[121]. Successivamente verrà però introdotto il c.d. «tasso ridotto», cioè la facoltà, concessa agli istituti di emissione, di scontare gli «effetti di prim'ordine» a un tasso inferiore a quello ufficiale, che si aggiunge al «tasso di favore» applicabile al riconto della carta presentata da banche popolari e istituti di credito agricolo[122]. Si tratta di un importante elemento di flessibilità e discrezionalità tecnica, tramite il quale la Banca d'Italia riesce ad avere il polso del mercato e a influenzarlo nel lungo periodo in cui il tasso ufficiale rimane fermo (sino al 1907).

Nel 1896 la Banca d'Italia colloca un prestito interno emesso per finanziare la guerra d'Africa, affiancando così alla Tesoreria questa importante attività a sostegno del governo, che negli anni successivi verrà incrementata con l'avvio della politica delle «conversioni»[123].

Nel marzo 1896 il governo Crispi si dimette a seguito della sconfitta di Adua e Sonnino lascia il Tesoro. In luglio, formato il governo Di Rudinì, gli succede Luigi Luzzatti che inaugura una fase di tentativi di cambiamento della legge sull'emissione che sarà spesso fonte di attriti con la Banca d'Italia. Una convenzione stipulata fra Tesoro e Banca il 28 novembre 1896 raggiunge un complesso equilibrio fra oneri e agevolazioni. Essa viene in parte attuata in dicembre con alcuni provvedimenti con i quali si sostiene il Banco di Napoli in crisi, si anticipano i termini per la riduzione del limite normale di circolazione, si aumenta sostanzialmente la quota delle attività fruttifere sull'estero che costituiscono le riserve, portandola dal 7 al 15% della circolazione[124].

Altro punto qualificante della convenzione concerne la riduzione, progressiva e legata al raggiungimento di determinate tappe negli smobilizzi, dell'imposta di circolazione sui biglietti (che colpisce

direttore generale Marchiori, cfr. Gigliobianco, *Via Nazionale* cit., pp. 66 ss.

[121] R.d. 10 dicembre 1894, n. 534.

[122] R.d. 25 ottobre 1895, n. 639.

[123] Che ha inizio nel giugno 1902 con l'emissione di un consolidato al 3,50% per poi proseguire, nel dicembre 1903 (con la conversione di un consolidato al 4,50% in un nuovo titolo al 3,50%) e ancora nel giugno 1906 con la conversione della rendita al 5% e di altri prestiti in un titolo al 3,75%.

[124] Rr. dd. 6 dicembre 1896, nn. 517-520.

la Banca indipendentemente dalla realizzazione di profitti) e la sua sostituzione con la partecipazione dello Stato agli utili. Si tratta di un passo significativo che correla maggiormente il ristorno del reddito c.d. da «signoraggio» al suo effettivo conseguimento[125]. Anche dal punto di vista «simbolico» esso finisce per rimarcare che il più importante istituto di emissione, a prescindere dal suo assetto proprietario, è destinato a divenire sempre più banca dello Stato, pur restando al di fuori dell'apparato di quest'ultimo.

La strada che in un trentennio porterà all'istituto di emissione unico appare già delineata. Terminata l'operazione di *nation building*, il permanere della pluralità di istituti verrà percepito sempre più come una complicata vischiosità storica in controtendenza con gli assetti prevalenti nelle grandi nazioni industrializzate (nel cui consesso il paese aspira a inserirsi) e, in ultima analisi, come un vincolo per le stesse banche di emissione «minori», che gestiscono una circolazione ridotta rispetto alla consorella più importante sopportando tuttavia gli stessi oneri (imposti dal comune *status*) in termini di preclusione dello sviluppo dell'attività commerciale.

Nel 1898 viene, per la prima volta, prorogato il corso legale dei biglietti degli istituti di emissione: le proroghe si susseguiranno di anno in anno fino al 1913, per poi assumere cadenze diverse.

In questi anni prosegue, con alterne fortune dipendenti anche dai cicli del mercato (soprattutto quello immobiliare), l'opera di mobilizzazione delle partite non conformi alla legge ereditate dalla Banca d'Italia con i salvataggi bancari[126].

Il 18 giugno 1899 viene approvata una modifica statutaria che recepisce alcuni punti della convenzione del 28 novembre 1896 e modifica la struttura del vertice abolendo uno dei due vicedirettori generali (nonché la figura del segretario generale) e il Collegio di direzione. Viene così introdotto il modello monocratico – molto diffuso presso il mondo bancario e in alcune banche centrali

[125] Su questo significativo passaggio e sul ruolo svolto dal direttore generale Marchiori, cfr. Gigliobianco, *Via Nazionale* cit., p. 67.

[126] Un'ispezione governativa *ad hoc* del 1894 aveva stimato in 449 milioni di lire (pari al 54% della circolazione) l'insieme di tali partite. Per notizie sull'attività di smobilizzo, che a Roma e a Napoli si intreccia con lo sviluppo edilizio e influenza la nascita di interi quartieri, cfr. ivi, p. 70.

come quella francese, che durerà sino alla riforma introdotta con la l. n. 262/2005 – e rafforzata l'unità di comando e di indirizzo.

3. *Stringher e il primo testo unico sugli istituti di emissione (1900)*

L'inizio del nuovo secolo vede, dal punto di vista che qui interessa, due eventi di rilievo: l'emanazione del primo testo unico sugli istituti di emissione (r.d. 9 ottobre 1900, n. 373) e la nomina di Bonaldo Stringher a direttore generale della Banca d'Italia, in sostituzione di Marchiori.

I due avvenimenti si succedono di poco e sono intrecciati, dato che è proprio Stringher a licenziare il testo unico da sottosegretario al Tesoro per poi essere nominato il 18 novembre al posto del suo predecessore deceduto.

Stringher, da poco eletto deputato, è già stato uno dei principali collaboratori di Giolitti[127] che, a soli trentanove anni, lo ha nominato direttore generale del Tesoro il giorno prima di dimettersi a seguito dello scandalo della Banca Romana. Stringher rimane alla guida dell'istituto per ben trent'anni attraversando più fasi della vita del paese e della Banca, che riesce a plasmare come pochi altri dopo di lui[128]. Nel lungo periodo del suo mandato Stringher completa il traghettamento dell'istituto dalla sfera privata a quella pubblica, formalmente suggellato dalla l.b. del 1936-38, assicurando una graduale e bilanciata prevalenza degli interessi pubblici su quelli degli azionisti (significativa è al ri-

[127] Come si è visto sembra essere sua la Relazione di accompagnamento alla legge sulla nascita della Banca d'Italia.

[128] Secondo De Cecco (a cura di), *L'Italia e il sistema finanziario* cit., p. 28. «Nei trent'anni in cui fu alla guida della Banca, Stringher conferì all'istituto un prestigio che in passato non aveva avuto e che lo caratterizza ancora oggi. Prestigio basato sulla competenza piuttosto che sull'autonomia formale, e su una visione della Banca come garante di condizioni monetarie e finanziarie tali da consentire al paese di riconquistare – grazie a una rapida industrializzazione – uno status di autentica indipendenza e rispetto nel mondo». Un attento biografo dei personaggi di vertice della Banca d'Italia ha d'altronde rilevato che: «All'interno Stringher fu il primo capo ad esercitare un'autorità sostanzialmente indivisa [...]. All'esterno [...], maestro nell'arte di negoziare con i governi riservò esclusivamente a se stesso la rappresentanza della Banca, con la quale finì praticamente per essere identificato», Gigliobianco, *Via Nazionale* cit., p. 83.

guardo la sua precedente permanenza alla Direzione generale del Tesoro). Egli va ricordato anche per i ruoli informali che riesce autorevolmente a ricoprire, inaugurando una tradizione che diverrà, con alterne fortune, tipica dei nostri banchieri centrali o preluderà all'attribuzione formale di competenze in alcune materie (come la vigilanza). Particolarmente importate il suo ruolo di mediatore fra Stato e gruppi di capitalisti privati in competizione fra di loro, come nella vicenda delle convenzioni marittime e del tentativo di rottura del monopolio della Navigazione Generale Italiana o in quella del riordino e della «cartellizzazione» dell'industria siderurgica[129]. Provenendo dalle alte sfere della burocrazia statale (e da ultimo anche della politica), questo tecnico di grande valore non ha difficoltà a dialogare con il governo e a indirizzarlo verso le soluzioni da lui ritenute opportune.

Il testo unico del 1900 raccoglie e razionalizza (in parte innovando) una serie di disposizioni in materia di istituti di emissione. Esso: *a)* conferma il sistema di proroga periodica della concessione di emissione (sino al 31 dicembre 1923 previa verifica di regolarità da parte di un'apposita Commissione); *b)* ribadisce il principio che: «Alla fabbricazione dei biglietti dei tre Istituti concorrono lo Stato e ciascuno di essi rispettivamente in modo che né lo Stato, né l'istituto possano formare un biglietto completo» (art. 5); *c)* ridefinisce i limiti alla circolazione e ridisciplina la relativa imposta, fissata nella misura ordinaria dell'1% annuo; *d)* regola le riserve degli istituti, le anticipazioni che essi devono fare al Tesoro e le loro operazioni; *e)* ribadisce che «la ragione dello sconto è uguale per tutti gli Istituti e non può variare senza l'autorizzazione del ministro del Tesoro» (art. 30); *f)* affida la vigilanza sugli istituti di emissione al Tesoro e a un'apposita Commissione permanente presieduta dal ministro del Tesoro e composta da parlamentari e membri di nomina governativa. È previsto che un ispettore governativo, delegato dal Tesoro, partecipi alle sedute degli organi deliberanti degli istituti con facoltà di sospendere l'esecuzione delle delibere «che creda contrarie alle leggi, ai regolamenti e agli sta-

[129] Ruolo particolarmente indagato e messo in luce da Gigliobianco, *Via Nazionale* cit., pp. 101 ss., che lo ritiene il vero e proprio «snodo fra politica ed economia».

tuti», informandone il ministro che conferma o revoca la sospensione e ad essa può far seguire l'annullamento[130]. Presso il Tesoro è istituito anche un Ufficio centrale di ispezione per «la vigilanza permanente diretta» sugli istituti di emissione che ha, fra l'altro, il compito di: «esaminare i bilanci annuali degli Istituti di emissione, e, ove lo reputi necessario [...] accertarne la corrispondenza con le scritture degli Istituti medesimi» (art. 114); «accertare, a brevi intervalli, che le disposizioni riguardanti i movimenti dei biglietti siano sempre rigorosamente osservate» (art. 117); «procedere a speciali verifiche nelle sedi e succursali degli Istituti» che «hanno principalmente per iscopo di accertare la consistenza dei valori metallici e cartacei». È inoltre previsto che: «I direttori delle sedi e delle succursali predette hanno l'obbligo di esibire agli ispettori i registri e gli atti di cui avessero bisogno per compiere l'incarico loro affidato» (art. 118)[131]; *g)* ribadisce che: «I membri del Parlamento non possono esercitare alcun ufficio retribuito o gratuito negli Istituti di emissione» (art. 132); *h)* detta disposizioni per la liquidazione delle immobilizzazioni e della Banca Romana.

Portato a compimento a fine 1906 (con un anno di anticipo) il programma di smobilizzo degli attivi non detenibili derivanti dai salvataggi bancari, Stringher si trova a fronteggiare la crisi del 1907 le cui avvisaglie si erano già fatte sentire con preoccupanti turbolenze di borsa per eccesso di speculazione al rialzo, favorita dalla politica espansiva delle banche miste (maggio 1905), aumento del costo del denaro a livello mondiale e difficoltà presso la Borsa di Genova (autunno 1906).

4. *La crisi del 1907 e il testo unico sugli istituti di emissione del 1910*

La crisi finanziaria del 1907 – preceduta a livello nazionale dalla brusca frenata dei corsi azionari a cavallo fra il 1905 e il 1906 – inizia con una fase di tensione monetaria internaziona-

[130] Previsioni queste che tuttora permangono nel nostro ordinamento.

[131] Come si è già rilevato siamo qui di fronte a strumenti di vigilanza cartolare e ispettiva che saranno in seguito utilizzati dalla Banca d'Italia stessa per la supervisione sulle banche commerciali.

le che provoca aumenti generalizzati del tasso di sconto in molti paesi (marzo), seguita da un'ulteriore caduta del corso dei principali titoli in borsa[132]. In autunno la situazione peggiora, con le banche commerciali che rivolgono richieste pressanti agli istituti di emissione. Stringher, in pieno accordo con il ministro del Tesoro Carcano[133], aumenta in misura rilevante la circolazione (grazie anche al trasferimento di riserve metalliche del Tesoro presso la banca) fornendo così al sistema abbondante liquidità.

Non tutti gli istituti maggiori riescono a disimpegnarsi: nel caso della SBI (Società Bancaria Italiana) è vera e propria crisi[134]. Stringher, per evitare il diffondersi del contagio, organizza il salvataggio promuovendo un consorzio informale di grandi banche[135] cui l'istituto di emissione (pur non partecipandovi direttamente) fornisce sostegno con operazioni di risconto. Viene così inaugurato un modello che avrà altre importanti applicazioni (Consorzio per sovvenzioni su valori industriali nel 1914, Banca Privata Italiana nel 1974, con formalizzazione del meccanismo di anticipazioni agevolate, Banco Ambrosiano nel 1982, per citare solo alcuni degli esempi più importanti).

È stato opportunamente notato come la crisi del 1907 sia stata superata grazie anche al mutato assetto del sistema bancario: la legge del 1893 ha infatti tracciato una linea di confine abbastanza

[132] Su di essa, cfr., più in dettaglio, per tutti A. Polsi, *Banche e industrializzazione in età giolittiana (1900-14)*, in Cova, La Francesca, Moioli, Bermond (a cura di), *Storia d'Italia. La Banca* cit., pp. 387 ss., e F. Bonelli, *La crisi del 1907. Una tappa dello sviluppo industriale italiano*, Torino 1971.

[133] Secondo Gigliobianco, *Via Nazionale* cit., p. 100, «questo episodio di collaborazione costituisce una pietra miliare nella costruzione della "autorità monetaria" in Italia, dove per autorità monetaria si intende l'insieme costituito da Banca centrale e Tesoro».

[134] Secondo Bonelli, *La crisi del 1907* cit., p. 36 il crollo della SBI dipende non solo dal fatto che essa intraprende operazioni rischiose non accettate dalla Banca Commerciale e dal Credito Italiano, ma dalla circostanza che il nucleo iniziale dei soci fondatori, per non perdere il controllo, si allea con alcuni industriali i quali riescono a diventare i principali affidati della banca. La banca, fondata nel 1898 come Società bancaria milanese (a sua volta prosecuzione dell'antica casa bancaria Weill Schott), si trasforma nella SBI nel 1904, aggregando altre banche private.

[135] Per l'azione svolta dallo stesso presidente del Consiglio Giolitti per ottenere la partecipazione di Comit e Credit al Consorzio, cfr. Polsi, *Banche e industrializzazione* cit., p. 389.

netta fra gli istituti di emissione (ai quali sono inibite molte operazioni commerciali) e le altre banche, evitando così che i primi siano coinvolti nella crisi delle seconde[136].

È interessante notare come la crisi monetaria internazionale del 1907 porti negli Stati Uniti alla creazione, con il Federal Reserve Act firmato dal presidente Wilson il 23 dicembre 1913, di un nuovo e più efficace tipo di banca centrale, tuttora esistente, dopo che nella storia del paese si erano alternate banche centrali modellate sulla falsariga della Bank of England, un sistema basato su banche nazionali e periodi di *free banking* (dal 1837 al 1862)[137].

Superata la crisi, l'economia italiana tende a entrare in un periodo di stagnazione (1909). Nel 1910 viene emanato il nuovo testo unico sugli istituti di emissione (r.d. 28 aprile 1910, n. 204)[138] il quale ridefinisce i limiti alla circolazione, ridisciplina la relativa imposta e ribadisce il principio della partecipazione dello Stato agli utili eccedenti una certa misura (che per la Banca d'Italia è fissata al 5% l'anno sul capitale versato al netto degli accantonamenti per il fondo pensioni), già contenuto, come si è visto, nella convenzione del 1896 fra Tesoro e Banca d'Italia.

Nel 1911 si perviene alla sistemazione della siderurgia di base con accordi industriali di tipo cartellistico sulla riduzione di produzione e investimenti e la distribuzione di ricavi. Come si è accennato, la Banca d'Italia assume, tramite Stringher, un importante ruolo di coordinamento sul versante finanziario favorendo un riscadenzamento dei debiti delle società siderurgiche[139]. Lo schema viene replicato l'anno successivo per dare una soluzione alla crisi dell'industria cotoniera.

La crisi del 1907, favorita anche dalle instabilità di borsa, ha evidenziato l'assenza di adeguati controlli in materia. Con la l. 20

[136] Belli, *Legislazione* cit., pp. 103 s.

[137] Cfr., in proposito, R.T. Johnson, *Historical Beginnings [...] The Federal Reserve*, Boston 1999.

[138] Il testo unico è edito, nella versione «storica» (con a fronte una «vigente», ormai non più significativa) e con una nutrita serie di provvedimenti correlati, in Banca d'Italia, *Normativa concernente l'Istituto di Emissione*, a cura di D. Casa, M.P. De Troia, G. Vittimberga, Roma 1995.

[139] Sul punto, cfr. A. Confalonieri, *Banca e industria in Italia. Dalla crisi del 1870 all'agosto 1914*, Milano 1982, II, pp. 48 ss., e Polsi, *Banche e industrializzazione* cit., pp. 392 ss.

marzo 1913, n. 272, viene istituito un nuovo ordinamento della borsa che, in sintonia con la riforma attuata in Germania, ne afferma il carattere pubblicistico[140].

5. *I progetti per una legge bancaria. Il primo conflitto mondiale. Il monopolio dei cambi e l'INCE*

La crisi del 1907 evidenzia anche un'assenza di controlli sulle banche sicché si succedono una serie di progetti di riforma, che possono essere considerati come la preparazione della l.b. del 1926, i quali non vanno tuttavia in porto[141]. Vi è così un progetto del ministro dell'Agricoltura e industria Coccu Ortu del 1908, tendente a introdurre per le banche ordinarie uno schema di controlli simile a quello esistente per le casse di risparmio. Un progetto Nitti del 1913, anch'esso basato sull'estensione dei controlli previsti per le casse nonché sull'introduzione di un rapporto prudenziale patrimonio/depositi e l'affidamento della vigilanza alla Banca d'Italia[142]. Nel 1918 un nuovo progetto ministeriale ricalca quello del 1908 mentre una più organica proposta di legge parlamentare (onorevole Chiesa), con la previsione di un'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria, viene discussa alla Camera nel 1920, anno in cui un'apposita Commissione ministeriale propone l'introduzione di un privilegio a favore dei depositi a risparmio.

Ha vita breve un Consiglio superiore del credito, organismo al quale partecipano rappresentanti degli istituti di emissione, delle varie categorie di banche, funzionari ministeriali ed esperti in materie economiche, istituito nel 1919[143] e soppresso nel 1923[144].

Nel 1914, con lo scoppio della prima guerra mondiale, nonostante l'iniziale dichiarazione di neutralità del governo italia-

[140] Per un'analisi di tale riforma, cfr. *infra* Parte II, cap. II, par. 5.

[141] Su di essi cfr. Belli, *Legislazione* cit., pp. 127 ss.

[142] Secondo Colajanni, *Storia della banca* cit., p. 45, tale progetto non passa per l'opposizione delle grandi banche.

[143] D.lgt. 15 giugno 1919, n. 1111, *Istituzione presso il Ministero della industria, commercio e lavoro, del Consiglio superiore del credito* (G.U., 11 luglio 1919, n. 164).

[144] R.d. 11 gennaio 1923, n. 67 (G.U., 30 gennaio 1923, n. 24).

no nel conflitto fra Austria e Serbia, si diffonde anche fra i risparmiatori italiani un sentimento di insicurezza che rende necessario dichiarare un periodo di moratoria sui depositi bancari (4 agosto 1914-31 marzo 1915)[145].

Lo stesso anno viene creato, con il r.d. 20 dicembre 1914, n. 1375, il Consorzio per sovvenzioni su valori industriali (CSVI), formato dalle grandi banche e dagli istituti di emissione e finanziato da questi ultimi (la presidenza spetta al direttore generale della Banca d'Italia), con il compito di concedere prestito mediante sconto di cambiali garantite da pegno di azioni. Si tratta della prima importante struttura specializzata per il credito a medio e lungo termine all'industria, alla quale, tramite una Sezione speciale autonoma, verrà in seguito affidato il compito di finanziare operazioni di salvataggio bancario[146].

La guerra viene finanziata per circa 2/3 con il ricorso al debito, sia interno (quasi 72% del totale) che estero e, per il resto, tramite il fisco e la stampa di banconote in ugual misura circa fra di loro[147]. Entrambi i canali di finanziamento basati sul debito vedono un'intensificazione della collaborazione fra Tesoro e Ban-

[145] La moratoria consente comunque il ritiro di una quota limitata di depositi (inizialmente pari al 5%, ma in seguito ampliata). Il provvedimento iniziale prevede anche una proroga di venti giorni della scadenza delle cambiali.

[146] La Sezione speciale verrà costituita con r.d. 4 marzo 1922, n. 233, per il finanziamento, tramite risconto presso gli istituti di emissione, della liquidazione della Banca italiana di sconto. Essa cesserà le proprie operazioni nel 1924 e verrà definitivamente soppressa nel 1926 con la creazione dell'Istituto di liquidazioni (questi due organismi possono quindi considerarsi come antesignani dell'IRI). Sul CSVI, che, diventando un canale di finanziamento dell'industria alternativo all'impegno diretto delle grandi banche, assolve un ruolo di stabilità del sistema bancario, cfr. E. Cianci, *Nascita dello stato imprenditore in Italia*, Milano 1977, pp. 43 ss.; P. Grifone, *Il capitale finanziario in Italia*, Torino 1971, pp. 24 ss.; A.M. Biscaini, P. Gnes, A. Roselli, *Origini e sviluppo del Consorzio per Sovvenzioni su Valori Industriali durante il governatorato Stringher*, in «Bancaria», n. 2, 1985, p. 12. Sulla sua Sezione autonoma, cfr. A. Gigliobianco, *La sezione speciale autonoma del consorzio per sovvenzioni su valori industriali*, in G. Guarino, G. Toniolo (a cura di), *La Banca d'Italia e il sistema bancario 1919-1936*, Roma-Bari 1993, p. 171, e A. Cova, *Banca e industria dal 1914 al 1926*, in Conti, Cova, La Francesca, *Lezioni sulla formazione del sistema bancario* cit., pp. 106 ss., che sottolinea la novità della soluzione adottata per il sostegno e il salvataggio della BIS e del Banco di Roma.

[147] Cfr., in proposito, G. Toniolo, *La Banca d'Italia e l'economia di guerra*, in Cotula, De Cecco, Toniolo, *La Banca d'Italia. Sintesi* cit., pp. 173 ss.

ca d'Italia e un'accentuazione del ruolo pubblico di quest'ultima. Nel primo caso si addiviene, fra il dicembre 1914 e il dicembre 1917, all'emissione di cinque prestiti nazionali per i quali il maggiore istituto di emissione affianca il Tesoro nello studio delle condizioni di mercato e nella preparazione dei relativi decreti e «manifesti» e guida i Consorzi bancari di collocamento i cui aderenti assumono l'obbligo di sottoscrizione residuale.

Quanto al debito estero, che si inserisce in un quadro di solidarietà interalleata, la Banca d'Italia assume un ruolo chiave nella negoziazione di prestiti sulla piazza di Londra, in esecuzione degli accordi di Nizza del 5 giugno 1915 stipulati fra i ministri del Tesoro britannico (McKenna) e italiano (Carcano), che avevano a loro volta dato attuazione all'impegno preso dall'Inghilterra con il Patto di Londra del 26 aprile 1915 (con il quale l'Italia aveva deciso l'entrata in guerra a fianco dell'Intesa) «ad agevolare l'immediata conclusione ad eque condizioni di un prestito di non meno di cinquanta milioni di sterline»[148].

L'entrata degli Stati Uniti in guerra nell'aprile 1917 porta poi, nell'ottobre successivo, a stabilire accordi di corrispondenza bancaria fra la Banca d'Italia e la Federal Reserve di New York. Ad essi seguono, nella primavera del 1918, gli accordi di cooperazione finanziaria con gli Stati Uniti che rendono possibile, dal giugno successivo (tramite l'erogazione di prestiti in dollari), la ripresa e la graduale stabilizzazione della valuta nazionale che, nel precedente periodo, aveva conosciuto una marcata svalutazione in seguito al peggioramento della bilancia commerciale.

Le esigenze dell'economia di guerra, con l'impossibilità di utilizzare l'oro come parametro di riferimento per il cambio delle valute e il verificarsi di frequenti crisi dei cambi, portano al temporaneo abbandono dei principi liberistici e all'introduzione del monopolio dei cambi. I provvedimenti più significativi in tal senso sono il r.d.l. 17 gennaio 1916, n. 34 – con il quale viene istituito un sistema di controllo e coordinamento governativo dei pagamenti pubblici in valuta basato su di un Comitato incardinato presso il Ministero del tesoro al quale sono tenute a rivolgersi tutte le amministrazioni che abbiano esigenze di effettuare spe-

[148] Ivi, p. 186.

se all'estero e sull'autorizzazione ministeriale degli impegni contrattuali delle amministrazioni stesse che possono dar luogo a pagamenti all'estero – e, soprattutto, il r.d.l. 25 novembre 1917, n. 1900, con cui viene introdotto il divieto generale di esportazione delle valute e di cessione di crediti all'estero, operazioni consentite solo per causali predeterminate (importazioni autorizzate, estinzione di debiti scaduti, mantenimento di cittadini italiani all'estero) e previa autorizzazione ministeriale, nonché l'obbligo di cedere al Ministero del tesoro (o ad altro ente da esso indicato) la valuta ricavata dalle operazioni. La gestione amministrativa di questo sistema viene affidata all'Istituto nazionale per i cambi con l'estero (INCE), creato con il d.lgt. 11 dicembre 1917, n. 1956 – al cui capitale possono partecipare, oltre agli istituti di emissione, anche le principali banche –, al quale viene sostanzialmente affidato il monopolio del commercio dei cambi[149].

Tali misure, fortemente volute dal ministro del Tesoro Nitti nonostante l'avviso contrario di Stringher, restano in vigore sino al 15 maggio 1919, quando vengono meno per effetto del d.lgt. 13 maggio 1919, n. 696, *Cessazione del monopolio del commercio dei cambi*[150], al quale fa poi seguito il r.d.l. 10 giugno 1921, n. 737, *Ripristino della libertà del commercio dei cambi con l'estero*[151]. Va tuttavia tenuto presente come l'abrogazione del mono-

[149] È quindi con questi provvedimenti che può dirsi abbia storicamente inizio il «diritto valutario», inteso come disciplina pubblicistica del controllo dei cambi. Su tale materia, che seguiremo con brevi informazioni nel corso della sua evoluzione (che si conclude con i provvedimenti di liberalizzazione del 1990), cfr., per tutti, i tre volumi UIC, *Studi per il cinquantenario*; Id., *Cinquant'anni di storia*; Id., *Aspetti giuridici e principali strumenti tecnici del controllo dei cambi*, Roma-Bari 1995. In quest'ultimo volume, molto utile per la ricostruzione della materia, cfr., in particolare, F. Roversi Monaco, N. Lugaresi, *Analisi degli strumenti normativi adottati per il controllo dei cambi*, pp. 5 ss., al quale ci si rifarà per la suddivisione in fasi del diritto valutario. Per quanto riguarda altre opere, cfr., senza pretesa di completezza: U. Perrucci, *Il diritto valutario italiano in dottrina e giurisprudenza*, Bologna 1980; F. Capriglione, V. Mezzacapo, *Il sistema valutario italiano*, Milano 1981; M. Cannata, *Diritto valutario*, Milano 1981; G. Consolo, *Nuovo diritto valutario*, Padova 1988; A. Predieri (a cura di), *La nuova legislazione valutaria*, Firenze 1988; M. Nardo, *Diritto valutario*, Torino 1988; M. Delfino, *Valuta*, in *Enc. dir.*, XLVI, Milano 1993, pp. 215 ss.; A. Del Nevo, *La normativa valutaria*, in M. Giusti (a cura di), *Diritto pubblico dell'economia*, Padova 1994, p. 145.

[150] In G.U., 15 maggio 1919, n. 116.

[151] In G.U., 17 giugno 1921, n. 142.

polio dei cambi ad opera del d.lgt. n. 696/1919 sia solo «formale in quanto solo agli istituti autorizzati era consentito di effettuare operazioni di acquisto e cessione di valute»[152]. Ciò spiega il fatto che l'INCE non venga soppresso ma continui a svolgere compiti di vigilanza sui mercati valutari[153].

Nel 1918, per rendere meno accanita la concorrenza bancaria sui prezzi, che viene percepita come fonte di possibile instabilità, vede la luce la prima versione del c.d. «cartello bancario»: un accordo tra le quattro maggiori banche (Commerciale, Credito Italiano, Banca di Roma e Banca italiana di sconto) che stabilisce i limiti massimi per i tassi passivi e i limiti minimi per quelli attivi e prevede sanzioni pecuniarie per l'aderente che non li osservi[154].

Poco dopo (nell'aprile 1919) viene costituita anche l'Associazione bancaria italiana (ABI), come organo collettivo di rappresentanza della categoria, soprattutto nell'ambito delle trattative per i rinnovi contrattuali[155].

[152] Così Roversi Monaco, Lugaresi, *Analisi degli strumenti normativi* cit., pp. 13 s.

[153] Affidatigli con il d.l. 24 gennaio 1921, n. 8, *Proroga fino a nuova disposizione delle funzioni dell'Istituto nazionale dei cambi con l'estero* (in G.U., 26 gennaio 1921, n. 21) e con il r.d.l. 26 febbraio 1925, n. 176, conv. in l. 21 marzo 1926, n. 597.

[154] L'accordo viene rinnovato di anno in anno ed è aperto all'adesione di altre banche. Nel 1932 l'ABI, al fine di limitare al minimo le oscillazioni dei tassi passivi, promuove un cartello interbancario obbligatorio per tutte le aziende di credito di maggior rilevo. Il compito di garantire la corretta osservanza dei limiti imposti dal cartello viene affidato alla Banca d'Italia sul presupposto quindi che le decisioni del cartello stesso rispondano a un interesse generale (la limitazione della concorrenza in funzione di una maggior stabilità). Tale situazione rimane sostanzialmente invariata fino al 1952, quando le autorità creditizie cessano di recepire con atti amministrativi generali il contenuto degli accordi interbancari in materia di tassi. L'accordo rimane comunque in vita sino al 1974, anno a partire dal quale non viene più rinnovato.

[155] Cfr., in proposito, G.F. Calabresi, *L'Associazione Bancaria Italiana*, I, *1919-1943*, Roma-Bari 1997. Per la storia più recente dell'associazione, cfr. P.F. Asso, S. Nerozzi, *Storia dell'ABI 1944-1972*, Roma 2006 e *Storia dell'ABI 1972-1991*, Roma 2010. Primo presidente, fino al 1925, è il banchiere privato Luigi Della Torre, gerente della casa bancaria milanese Zaccaria Pisa. La nascita dell'ABI si inquadra nello sviluppo dell'associazionismo economico in generale (e non soltanto creditizio) che si verifica nel paese tra la fine dell'Ottocento e i primi decenni del Novecento. In proposito si ricorda come nel 1906 nasca la CGIL mentre, pochi anni dopo, nel 1910, sulla base di alcune preesistenti

Lo stesso anno viene emanato il r.d. 4 settembre 1919, n. 1620, che subordina l'impianto di sedi e succursali di banche straniere in Italia all'autorizzazione del ministro del Tesoro, «che provvederà con decisione insindacabile, d'intesa con i ministri degli affari esteri e dell'industria, commercio e lavoro». Tra i principali elementi da prendere in considerazione ai fini della decisione vi è, ovviamente, la reciprocità (art. 2).

6. *Crisi e salvataggio della BIS e del Banco di Roma. Gli «enti Beneduce» e il circuito dell'intermediazione*

Il conflitto mondiale comporta un incremento del ruolo finanziario delle quattro grandi banche miste: Banca Commerciale Italiana, Credito Italiano, Banco di Roma e Banca italiana di sconto[156]. Nello stesso tempo, la guerra comporta anche un mutamento dei rapporti di forza fra tali banche e i grandi gruppi industriali, i quali utilizzano parte degli ingenti profitti realizzati durante il conflitto per tentare di sottrarsi all'influenza delle banche stesse e, in qualche caso, di acquisirne il controllo.

È il periodo dei tentativi di scalata e delle relative contromosse. I fratelli Perrone (Ansaldo) controllano la BIS e tentano di scalare la Commerciale; la FIAT e l'industriale Gualino provano ad acquisire il controllo del Credito Italiano[157]. Le due banche milanesi, per difendersi da questi tentativi, creano dei consorzi (in pratica società finanziarie) in cui collocano le proprie azioni (COMOFIN, la Commerciale, COFINA, il Credito Italiano),

associazioni di categoria piemontesi lombarde e liguri, sorga la Confindustria.

[156] Secondo Bermond, *Una rassegna* cit., pp. 45 s., il peso sul totale degli attivi delle quattro grandi banche miste passa dal 75% del 1914 al 90% del 1918. Sul ruolo predominante delle grandi banche miste in questo periodo, cfr. Cianci, *Nascita dello stato imprenditore* cit., p. 20.

[157] Sulle motivazioni sottostanti a tali scalate, cfr. Cova, *Banca e industria* cit., pp. 81 ss., che rileva la novità di tale fenomeno, e Guarino, Toniolo (a cura di), *La Banca d'Italia e il sistema bancario* cit., p. 41, secondo i quali industriali come Agnelli e Gualino si impegnavano in tali tentativi dopo «rifiuti di credito troppo pesante o non corrispondente ad una realtà produttiva» con l'obiettivo di scavalcare «il comitato di sconto che gli ha detto no [e] di immettere a viva forza la sua impresa nel giro di affari della banca che declina».

sottoscritti da gruppi di azionisti fidati che utilizzano in parte capitali provenienti dalle banche stesse.

Mentre le due grandi banche milanesi escono in qualche modo rafforzate da questa contesa, le altre due grandi banche miste entrano in crisi. La BIS, troppo esposta nei confronti dell'Ansaldo (in forti difficoltà a causa della diminuzione dei prezzi e dell'attività produttiva), entra a sua volta in crisi irreversibile e, nonostante la creazione di un consorzio di sostegno fra gli istituti di emissione e le grandi banche promosso da Stringher nel novembre 1921[158], ottiene la moratoria[159] e viene in seguito liquidata con l'intervento della menzionata Sezione speciale autonoma del CSVI, all'uopo istituita. Un concordato fissa poi in circa il 60% il rimborso ai creditori: esso viene eseguito da un soggetto assuntore appositamente creato (la Banca Nazionale di Credito) con il sostegno finanziario del governo e della Banca d'Italia[160]. Una filiazione statunitense della BIS (l'Italian Discount and Trust Company di New York) è salvata da un intervento dell'INCE che ne garantisce i debiti.

Anche il Banco di Roma entra in crisi e si avvia verso l'insolvenza: viene salvato da un consistente intervento della Banca d'Italia sollecitato dallo stesso Mussolini e da un'operazione di smobilizzo delle partecipazioni industriali e finanziarie (prive ormai di parte rilevante del loro valore) attuata sempre tramite la Sezione speciale autonoma del CSVI[161].

[158] Sulla determinazione di Stringher, consapevole degli effetti disastrosi che il dissesto della BIS avrebbe potuto avere, nell'organizzare il Consorzio e nel vincere la riluttanza dei responsabili delle grandi banche (e in particolare della Comit) a parteciparvi, cfr. Cova, *Banca e industria* cit., pp. 102 ss.

[159] Istituto che viene appositamente ripristinato con r.d. 23 novembre 1921, n. 1861.

[160] Il dissesto della BIS ha un impatto maggiore rispetto ai precedenti episodi di crisi bancarie del 1907 sia sull'opinione pubblica – cfr. in proposito R. Bachi, *L'Italia economica nell'anno 1921*, in T. Fanfani, *Banche, Industria e Stato. Il sistema finanziario tra crisi e sviluppo (1893-1936)*, Roma 2005, pp. 198 s. – che su quella degli studiosi e degli addetti ai lavori. In questo campo iniziano a farsi strada tendenze favorevoli a una regolamentazione che si faccia carico del problema dei rapporti banca-industria, di quello di un'eccessiva competizione fra le banche e della tutela dei depositanti (cfr., in tal senso, Gigliobianco, Giordano, *Economic Theory* cit., pp. 33 ss.).

[161] Sulla crisi e il salvataggio del Banco di Roma (dovuto probabilmente in

Dal punto di vista della storia della banca e della finanza questi anni sono segnati dalla figura e dall'opera di Alberto Beneduce, lo statistico allievo di Nitti, già presidente dell'INA e ministro del Lavoro nel 1921 (governo Bonomi), deputato riformista (1919-24) che con l'avvento del fascismo esce dalla politica ma collabora strettamente alla politica economica del governo stabilendo un forte rapporto di fiducia personale con Mussolini[162].

Consapevole della debolezza della banca mista – appesantita dalle immobilizzazioni e degenerata in banca-*holding* (che detiene quindi pacchetti azionari delle imprese industriali sovvenute) – e della necessità di dotare il paese di moderne infrastrutture, Beneduce promuove la creazione di una serie di istituti di credito speciale a capitale pubblico[163](CREDIOP, 1919[164];

parte anche all'interesse che il Vaticano nutre per la banca), L. De Rosa, *Storia del Banco di Roma*, II, *1911-1928*, Roma 1983, pp. 299 ss., e Cova, *Banca e industria* cit., p. 100, che riporta l'ordine scritto di Mussolini al ministro del Tesoro Tangorra: «Esigo, per ragioni di ordine altissimo, economico, nazionale e internazionale, e ovvie del resto, che si faccia ogni sforzo per salvare il Banco di Roma». Tale autore mette altresì in luce l'originalità della soluzione adottata con la creazione della Sezione autonoma del CSVI e fa risalire a questi interventi la creazione della c.d. «economia mista» in Italia (ivi, pp. 105 s. e 75 s.). Per i riflessi degli interventi della Sezione autonoma del CSVI, finanziati tramite risconto presso gli istituti di emissione, sulla circolazione monetaria, cfr. F. Cotula, L. Spaventa, *La politica monetaria fra le due guerre, 1919-1935*, in Cotula, De Cecco, Toniolo, *La Banca d'Italia. Sintesi* cit., pp. 233 s.

[162] Per una biografia di Beneduce, cfr. F. Bonelli, in *Dizionario Biografico degli Italiani*, 8, Roma 1966, ed. in internet, http://www.treccani.it/enciclopedia/alberto-beneduce_%28Dizionario_Biografico%29/; M. Franzinelli, M. Magnani, *Beneduce. Il finanziere di Mussolini*, Milano 2009. Su questa importante figura di *civil servant*, cfr. anche V. Castronovo (a cura di), *Storia dell'IRI. Dalle origini al dopoguerra*, Roma-Bari 2012. Nell'introduzione a tale volume (in parte pubblicata in «Il Sole 24 Ore», 25 marzo 2012, p. 40, da dove il seguente brano è tratto) il curatore afferma che: «In quanto personaggio capace, per la sua precedente esperienza governativa non meno che per le sue doti personali, di muoversi con notevole accortezza nei palazzi della politica, Beneduce si era reso conto dei vantaggi rappresentati dal sostanziale pragmatismo di Mussolini, dalla tendenza del duce ad agire in modo empirico, a seconda dei propri calcoli del momento».

[163] Importanti partecipazioni nel capitale di CREDIOP e ICIPU sono detenute dall'INA, dalla Cassa depositi e prestiti e, in minor misura, dalle casse di risparmio.

[164] R.d. 2 settembre 1919, n. 1627, *Istituzione, con sede in Roma, di un ente denominato «Consorzio di credito per opere pubbliche» e determinazione del suo ordinamento*, conv. in l. 14 aprile 1921, n. 488 (G.U., 17 settembre 1919, n. 222).

ICIPU, 1924[165]; Istituto di credito navale, 1928), che si finanziano con l'emissione di obbligazioni garantite dallo Stato ed esercitano il credito a medio e lungo termine in determinati settori industriali dando così vita a un circuito di finanziamento all'economia alternativo, basato sul controllo pubblico e sullo sviluppo del mercato obbligazionario[166]. Si sviluppa così la figura dell'ente pubblico-impresa (o ente pubblico-economico) che avrà enorme fortuna (IMI, IRI) e troverà una sua definizione giuridica nell'art. 2201 del codice civile del 1942, fino a esaurire la sua parabola con la stagione delle privatizzazioni della forma giuridica avvenute nell'ultima parte del XX secolo.

7. *La stabilizzazione della lira e la legge bancaria del 1926*

Affrontato il problema del risanamento bancario, il regime, ormai consolidatosi, si pone l'obiettivo di mettere ordine nelle finanze pubbliche e stabilizzare la lira. A tal fine, nel 1925, l'Italia negozia due importanti prestiti americani e i banchieri centrali all'epoca più influenti (Norman della Bank of England e Strong della FED) spingono per un'accentuazione delle caratteristiche di indipendenza e autonomia della Banca d'Italia, garante del buon fine dei prestiti[167].

Questa pressione (quasi esempio *ante litteram* e informale di

[165] R.d.l. 20 maggio 1924, n. 731, *Costituzione di un Ente denominato «Istituto di credito per le imprese di pubblica utilità»* (G.U., 22 maggio 1924, n. 121).

[166] Parte delle obbligazioni vengono sottoscritte dalle casse di risparmio, che hanno un obbligo di legge di investire una porzione del proprio attivo in titoli di Stato o garantiti dallo Stato. Su tali enti, cfr. S. Cassese, *Gli statuti degli enti Beneduce*, in *È ancora attuale la legge bancaria del 1936?*, Roma 1987, p. 20. Secondo Onado, *La lunga rincorsa* cit., p. 408: «I risultati furono superiori ad ogni aspettativa, negli anni Trenta, ad esempio, fu elettrificata gran parte della rete ferroviaria nazionale [...]. Con l'intervento dell'ICIPU che consolidò i debiti a breve delle imprese elettriche, fu risanata e rilanciata un'intera filiera industriale ponendola a livello delle principali concorrenti europee». La creazione di CREDIOP e ICIPU è letta come una strategia di uno «Stato sempre più "interventista"» in economia da Cova, *Banca e industria* cit., p. 78.

[167] Sul ruolo della finanza internazionale nella stabilizzazione della lira e sulle trattative per la negoziazione dei prestiti: De Cecco (a cura di), *L'Italia e il sistema finanziario* cit., pp. 54 ss.

quel «vincolo estero» che diverrà in seguito esplicito e stringente con l'adesione del paese alla Comunità europea) costituisce così un elemento non secondario di una razionalizzazione da lungo attesa e ormai non più rinviabile. Con il r.d.l. 6 maggio 1926, n. 812, viene revocata la facoltà di emissione al Banco di Napoli e al Banco di Sicilia e la Banca d'Italia diventa istituto di emissione unico, acquisendo le riserve dei due banchi: ad essa viene affidato anche l'esercizio delle stanze di compensazione[168].

Con il discorso di Pesaro del 18 agosto 1926 Mussolini annuncia enfaticamente la battaglia per la difesa della lira[169], intesa a riportare il cambio lira/sterlina a «quota 90» (che era più o meno quello del 1922 mentre nel luglio 1926 era salito sino a 153), al fine di ripristinare l'aggancio con l'oro. Il pacchetto deflazionistico è imperniato sulla fissazione di un limite massimo alla circolazione e sul consolidamento del debito pubblico tramite l'emissione del nuovo «Prestito del littorio» (6 novembre 1926) nel quale vengono obbligatoriamente convertiti i titoli del Tesoro con scadenza inferiore ai sette anni. Già in settembre le aspettative dei mercati si invertono e la speculazione cambia segno: la nuova parità della lira rispetto all'oro verrà formalmente fissata con il r.d.l. 21 dicembre 1927, n. 2325[170].

[168] Queste ultime erano state istituite con la l. 7 aprile 1881, n. 133 (art. 22) – e disciplinate dal r.d. 19 maggio 1881, n. 220 (che ne aveva previsto l'apertura nelle città di Roma, Napoli, Milano, Torino, Venezia, Firenze, Genova, Palermo, Bologna, Messina, Catania, Bari e Cagliari) – come semplici associazioni di operatori locali funzionanti presso le camere di commercio, ma già l'art. 4 della l. 10 agosto 1893, n. 449 (di autorizzazione alla creazione della Banca d'Italia mediante la fusione fra la Banca Nazionale nel Regno d'Italia con le due banche di emissione toscane) aveva previsto la possibilità di demandarne l'esercizio agli istituti di emissione.

[169] «Difenderò la lira fino all'ultimo respiro, fino all'ultimo sangue. Non infliggerò mai al popolo italiano l'onta morale e la catastrofe economica del fallimento della lira».

[170] Con tale provvedimento – anch'esso preceduto dalla negoziazione a Londra di due importanti prestiti da parte di Stringher e Beneduce – la nuova parità è fissata in 0,00719 grammi di oro per ogni lira con una rivalutazione rispetto ai prezzi di mercato degli ultimi anni ma una svalutazione di 3,6 volte rispetto alla parità prebellica. La convertibilità della lira è ripristinata (cambio di 92,46 con la sterlina e di 19 con il dollaro). La conseguente rivalutazione delle riserve della Banca d'Italia (sino a quel momento calcolate alla parità prebellica) viene incamerata dallo Stato e utilizzata per restituire le anticipazioni

In questo quadro si colloca anche la legge bancaria del 1926[171] che istituisce per la prima volta uno statuto speciale per le aziende di credito[172] e un sistema organico di vigilanza attribuendo quest'ultima al ministro delle Finanze (che dal 31 dicembre 1922 aveva incorporato anche le attribuzioni del Tesoro che era stato soppresso) e alla Banca d'Italia[173].

L'impianto della l.b. del 1926 è semplice e si basa sui seguenti punti: *a)* la legge ha una valenza generale: in molte sue parti si applica anche a casse di risparmio e casse rurali, per le quali rimane tuttavia ferma la legislazione specifica[174]; *b)* essa si pone

straordinarie concesse a quest'ultimo dalla Banca stessa. Con successivo r.d. 26 febbraio 1928, n. 253, la Banca d'Italia verrà obbligata a mantenete la quotazione della lira all'interno dei punti dell'oro.

[171] R.d.l. 7 settembre 1926, n. 1511, e relativo Regolamento emanato con r.d.l. 6 novembre 1926, n. 1830. Per alcune valutazioni della dottrina dell'epoca sulla legge, cfr. G. Miraulo, *Ordinamento bancario e tutela del risparmio*, Roma 1927, pp. 83 ss.; A. De Gregorio, *La legislazione italiana sulla tutela del credito*, in «Riv. dir. comm.», I, 1929, p. 30. Per un'analisi del punto di vista più moderno, cfr. G. Dell'Amore, *Il processo di costituzione della banca centrale in Italia*, in *L'economia italiana dal 1861 al 1961*, Milano 1961, pp. 394 ss.; V. Mezzacapo, *Evoluzione normativa della disciplina della banca centrale in Italia*, in «Impresa amb. e pubbl. amm.», 1975, pp. 479 ss.; F. Belli, *Le leggi bancarie del 1926 e del 1936-38*, in *Banca e industria fra le due guerre*, II, *Le riforme istituzionali e il pensiero giuridico*, Bologna 1981, pp. 203 ss.; Guarino, Toniolo (a cura di), *La Banca d'Italia e il sistema bancario* cit., pp. 46 ss.

[172] La dottrina dell'epoca percepisce chiaramente il carattere di legge speciale della riforma (ritenendo quindi che le relative disposizioni non siano suscettibili di applicazione analogica o interpretazione estensiva) e tende a escludere che essa possa legittimare interventi di merito sulle scelte gestionali. Cfr., al riguardo, A. Scialoja, *La tutela del risparmio e la vigilanza sulle società bancarie*, in «Foro it.», I, 1933, c. 1556.

[173] La stretta interdipendenza fra i provvedimenti di stabilizzazione della lira e la l.b. del 1926 è sottolineata da Mezzacapo, *Evoluzione normativa* cit., pp. 480 ss., che riporta ampi stralci delle fonti ufficiali dell'epoca. Particolarmente significativi sono i passaggi della relazione del ministro delle Finanze Volpi al disegno di legge di conversione del r.d.l. n. 1511/1926, nel quale si afferma che: «il controllo della circolazione cartacea affidata a detto istituto entro i ferrei limiti fissati dalla legge può spiegarsi più oculatamente mediante la vigilanza sull'impiego del risparmio [...] la politica iniziata risolutamente dal Governo Nazionale coi provvedimenti sulla circolazione dei biglietti di banca non potrebbe aver tutti i salutari effetti che da essa si attendono se non andasse accompagnata da correlativi provvedimenti diretti ad incoraggiare il pubblico a preservare le sane abitudini risparmiatrici» (ivi, p. 483).

[174] Secondo Costi, *L'ordinamento* cit., p. 42, la l.b. del 1926 «recepisce e

chiaramente come uno statuto speciale per le aziende di credito che sono soggette alle sue disposizioni: «oltre che alle norme del Codice di commercio» (art. 1, r.d.l. n. 1511/1926); *c)* l'architettura di controllo fa capo al ministro per le Finanze presso il quale viene istituito un albo e che emana (spesso «di concerto col Ministro per l'Economia nazionale») i provvedimenti autorizzatori previsti (inizio attività, apertura filiali, fusioni)[175], sempre «udito il parere dell'Istituto di emissione»[176], al quale spetta anche la vigilanza generale sull'osservanza delle norme e il potere di disporre «di tempo in tempo ispezioni, delegandovi funzionari tecnici, i quali, nell'esercizio delle loro funzioni, sono considerati pubblici ufficiali e vincolati al segreto d'ufficio» (art. 5, r.d.l. n. 1511/1926); *d)* vengono per la prima volta introdotti una serie di istituti di vigilanza, alcuni dei quali destinati poi a permanere nel tempo, sia pure con varie modifiche ed evoluzioni come: *1)* il capitale minimo (superiore a quello necessario per i corrispondenti tipi sociali), differenziato in ragione della forma giuridica e dell'ambito territoriale di operatività; *2)* l'obbligo di investire i depositi eccedenti un multiplo di venti volte il patrimonio (capitale versato più riserve) in titoli di Stato o garantiti dallo Sta-

favorisce quelle forme di pluralismo bancario che si stavano realizzando sulla base dell'autonomia statutaria». L'estensione della vigilanza a tutti gli intermediari creditizi è sottolineata dalla relazione di Stringher all'Adunanza generale ordinaria degli azionisti della Banca d'Italia del 31 marzo 1927, ove si nota: «Per effetto della legislazione preesistente, si aveva una vigilanza del Ministero dell'economia nazionale su le casse di risparmio, i monti di pietà e alcuni istituti speciali di credito. Ma poiché da questa vigilanza rimanevano escluse tutte le altre aziende di credito, e soprattutto quelle nelle quali più spiccata è la caratteristica aleatoria delle operazioni, e maggiore, in conseguenza, il rischio dei depositanti, era mestieri che, a difesa di questi ultimi, nuove provvidenze intervenissero» (pp. 68 s.).

[175] Secondo Gigliobianco, Giordano, *Economic Theory* cit., pp. 36 ss., questi istituti vengono introdotti per limitare l'eccessiva concorrenza fra le banche, ritenuta una delle principali cause della crisi del 1920. Tali studiosi dimostrano come in poco più di due anni (fine 1927 inizi 1930) l'applicazione della legge porti a una diminuzione di 308 unità nel numero di banche attive in Italia (che passano da 4.405 a 4.097).

[176] Secondo la dottrina dell'epoca i provvedimenti del ministro (tranne, come si vedrà, quelli sanzionatori) sono sindacabili dall'autorità giudiziaria, sia ordinaria che amministrativa, soltanto per i profili di legittimità e non per quelli di merito. Cfr., in proposito, Miraulo, *Ordinamento bancario* cit., pp. 127 ss.

to o di versarli in un conto corrente fruttifero presso l'Istituto di emissione, misura questa con finalità deflattive oltre che prudenziali, che può essere probabilmente considerata come il primo esempio di riserva obbligatoria (ROB)[177]; *3)* il limite di fido per singolo prenditore (che non può eccedere 1/5 del patrimonio); *4)* l'obbligo di inviare all'Istituto di emissione bilanci e situazioni periodiche (nucleo della c.d. «vigilanza cartolare»)[178]; *e)* a chiusura del sistema viene previsto, in caso di violazione delle norme dei due r.d.l. rilevata dalla Banca d'Italia che ne dà comunicazione al ministro, un potere di «provvedere, con proprio decreto, all'applicazione di pene pecuniarie», stabilite in cifra fissa ovvero in misura percentuale rispetto all'infrazione rilevata.

È anche previsto che: «Qualora la violazione delle norme predette rivesta, a giudizio insindacabile del Ministro, carattere di eccezionale gravità, può essere anche disposta la revoca dell'autorizzazione all'esercizio dell'azienda». Si è quindi di fronte a una revoca-sanzione, mentre ancora non sono previste procedure di crisi speciali. Il modello, in sintonia con il clima del ventennio, non manca di tratti di tipo autoritario dato che: «Contro l'applicazione delle sanzioni [...] non è ammesso alcun gravame né in sede amministrativa, né in sede giudiziaria».

È interessante notare come i due testi normativi conosciuti come «legge bancaria del 1926» non contengano alcuna delega di normativa secondaria alla Banca d'Italia: in essi non figurano infatti norme che fondino quella che sarà poi definita la «vigilanza regolamentare». Ciononostante, già nel 1927 la banca stessa emana le prime *Istruzioni di vigilanza* che ulteriormente specifi-

[177] Sull'istituto della ROB e sulle differenze, sul punto, fra la l.b. del 1926 e quella del 1936-38, cfr. A. Patroni Griffi, in F. Capriglione, V. Mezzacapo, *Codice commentato della banca*, 2 voll., Milano 1990, I, pp. 356 ss.

[178] È stato opportunamente notato come «già dai provvedimenti del 1926 si può riscontrare, negli strumenti di controllo apprestati, quella bivalenza di fini che più chiaramente risulterà nelle disposizioni di dieci anni più tardi; come per queste è stato ampiamente discusso se certi interventi fossero predisposti per il controllo o per la direzione del credito, così anche nelle prime norme alcuni vincoli e adempimenti richiesti possono riguardarsi non solo sotto il profilo della tutela del risparmio, ma anche in funzione dei compiti della Banca centrale di regolazione della liquidità e del mercato del credito», Mezzacapo, *Evoluzione normativa* cit., pp. 486 s.

cano le scarne disposizioni del Regolamento adottato con il r.d.l. n. 1830/1926 (costituito solo da diciannove, non lunghi, articoli in tutto). In un ordinamento a costituzione flessibile e nel quale non sono ancora presenti disposizioni sulla produzione normativa della pubblica amministrazione e degli enti pubblici in generale, il potere di normazione secondaria esercitato dall'organo tecnico di controllo viene quindi pacificamente ricondotto al generale potere di vigilanza sull'applicazione delle norme primarie.

È stato rilevato da un lato come Stringher (pur contribuendo alla sua stesura) non fosse fra i fautori della nuova legge bancaria, preoccupato che l'attribuzione della vigilanza alla Banca d'Italia potesse indurre nei risparmiatori una sorta di *moral hazard*, una caduta di attenzione ingenerata dal convincimento che le autorità di controllo avrebbero finito per rispondere comunque di eventuali perdite[179], mentre, dall'altro, come l'opzione di attribuire la vigilanza alla Banca d'Italia fosse caldeggiata dall'ABI e dal mondo bancario che temevano un controllo di tipo burocratico affidato a un'amministrazione dello Stato[180].

Articolati e a volte di segno opposto i giudizi dati dalla dottrina sulla l.b. del 1926. Da un lato è stato autorevolmente sostenuto come essa costituisse «un primo passo – allora veramente rivoluzionario – verso un più organico ed esteso controllo pubblico sul mercato del credito»[181]. Dall'altro essa è stata, più di recente, vista in modo critico e considerata obsoleta (in quanto basata

[179] Gigliobianco, *La sezione speciale autonoma* cit., p. 112. Tale preoccupazione si scorge nel seguente passaggio della citata relazione all'Adunanza generale ordinaria degli azionisti del 31 marzo 1927, ove traspare anche la convinzione del valore di incentivo a ben operare della riforma legislativa e del fatto che essa abbia evitato l'imposizione alle banche di più stringenti oneri: «Con queste disposizioni, non si è inteso certamente di evitare ogni pericolo e inconveniente e di dare, comunque, una sicura garanzia ai depositanti; perché questa garanzia, più che da norme legislative, è da trarre, soprattutto, dalla capacità, dal vigile accorgimento nell'operare, e dalla rettitudine degli uomini cui sono affidate le sorti delle aziende di credito. Il nuovo provvedimento – che, in tutto il suo insieme, ha evitato norme di speciale rigore, per non recare intralcio al libero svolgimento del credito – vuole e deve avere, soprattutto, la portata di monito, il quale risvegli la coscienza delle proprie responsabilità in chiunque sia chiamato ad amministrare il risparmio del popolo italiano».

[180] Belli, *Legislazione* cit., p. 134, che cita Alessandro Polsi.

[181] Dell'Amore, *Il processo di costituzione* cit., p. 400.

sulla falsariga della legge del 1888 sulle casse di risparmio e avente come riferimento un modello di banca prevalente prima della grande guerra), «morbida» e in parte incompleta (in quanto non affronta il problema dei legami banca-industria), nonché applicata parzialmente[182]. Probabilmente entrambi i giudizi colgono una parte dell'essenza dell'intervento legislativo del 1926 che segna l'acquisita consapevolezza – stimolata dalla crisi bancaria del 1926 – da parte del legislatore (e quindi della classe dirigente nazionale) della rilevanza pubblica della tutela del risparmio inconsapevole, a prescindere dall'intermediario al quale esso viene affidato. Si tratta di un passaggio storico importante, il che non toglie che la riforma venga concepita con lo sguardo rivolto al passato (ma ciò è d'altronde tipico della legge, che spesso si limita a rincorrere i fenomeni economici) e, come tutti i «primi passi», sia caratterizzata da una certa «timidezza»: ci vorrà un'altra grave crisi perché il rapporto banca-industria (determinante anche nell'eziologia dei dissesti bancari del 1920) divenga oggetto di regolamentazione e anche qui, come vedremo fra breve, in modo molto prudente e non direttamente con strumenti legislativi.

Alcuni provvedimenti successivi completano la riforma. Nel 1927 l'INCE è trasformato in istituto di diritto pubblico con fondo di dotazione conferito esclusivamente dalla Banca d'Italia e la gestione dei cambi viene svolta in collaborazione fra i due organismi[183].

In questo periodo inizia una forte concentrazione del sistema: nel giro di pochi anni il numero degli intermediari bancari operanti si riduce sensibilmente sia per effetto della crisi che per l'azione del governo e delle autorità di controllo[184]. Il setto-

[182] In tal senso Gigliobianco, Giordano, *Economic Theory* cit., pp. 137 ss., i quali evidenziano come, dalle statistiche delle ispezioni degli anni 1926-32, risulti come tale strumento venga attivato principalmente nei confronti delle piccole banche, poco per quelle regionali e per nulla nei confronti delle tre maggiori aziende di credito.

[183] R.d.l. 13 febbraio 1927, n. 112. In dottrina è stato sottolineato come tale provvedimento configurasse l'ente come strumentale alla Banca d'Italia e la singolarità che mentre esso dichiarava formalmente la natura pubblica dell'INCE, per attendere un analogo chiarimento legislativo per la Banca d'Italia bisognerà attendere la l.b. del 1936-38 (Mezzacapo, *Evoluzione normativa* cit., pp. 493 s.).

[184] Secondo A. Polsi, *L'articolazione territoriale del sistema bancario italiano*

re delle casse di risparmio, ad es., viene «sfoltito» d'autorità con un provvedimento normativo del 1927 che stabilisce la cessazione o la fusione obbligatoria degli istituti con meno di 5 milioni di depositi e il potere del ministro dell'Economia nazionale di decidere la fusione di quelli con depositi fra i 5 e i 10 milioni[185]. È interessante osservare come nello stesso periodo si registri, per effetto di un approccio simile delle autorità di controllo, una riduzione del numero delle compagnie di assicurazione[186].

Nel 1928, con due distinti provvedimenti, è ridefinito il quadro operativo della Banca d'Italia. Da un lato viene: istituita una percentuale di riserva di almeno il 40% rispetto alla circolazione; riformato il sistema di tassazione della circolazione stessa; soppresse le anticipazioni straordinarie della Banca d'Italia al Tesoro e posto un limite a quelle ordinarie (il che aumenta il margine di autonomia della banca centrale); tolti i vincoli che limitavano l'investimento in titoli e la raccolta di depositi da parte dell'istituto di emissione, che acquisisce così nuovi strumenti operativi[187]. Dall'altro lo statuto della banca stessa viene modificato[188]: un aumento di capitale consente l'ingresso (sia pure in posizione minoritaria) delle casse di risparmio ma, nello stesso tempo, vengono introdotti vincoli alla circolazione delle azioni; viene istituita la carica di governatore, «sull'esempio delle grandi banche di emissione all'estero» e, nello stesso tempo, viene istituito «sotto

fra scelte di mercato e intervento delle autorità monetarie (1900-1938), in G. Conti, S. La Francesca (a cura di), *Banche e reti di banche nell'Italia postunitaria*, Bologna 2000, I, tra la primavera del 1927 e quella del 1934 il numero di banche si riduce del 42% (da 1.683 a 963) e quello della casse di risparmio e dei monti di pietà di prima categoria passa da 173 a 125.

[185] È il r.d.l. 10 febbraio 1927, n. 269, *Modificazioni delle norme vigenti sull'ordinamento delle Casse di risparmio e dei Monti di pietà di 1-a categoria*, conv. in l. 29 dicembre 1927, n. 2587.

[186] Per informazioni sul punto, cfr. *infra* Parte III, cap. I, par. 7.

[187] R.d. 17 giugno 1928, n. 1377. Con tale provvedimento: «[...] ampia autonomia veniva riconosciuta alla Banca centrale: abolito il limite massimo della circolazione, essa rimaneva arbitra di deciderne l'ammontare, con il solo obbligo di rispettare la percentuale della riserva; ma quest'ultima poteva essere discrezionalmente variata sia nella sua composizione che nel suo ammontare assoluto, mediante interventi sul mercato dell'oro e delle divise, diretti anche a governare il corso dei cambi», Mezzacapo, *Evoluzione normativa* cit., p. 489.

[188] Le modifiche sono approvate con r.d. 21 giugno 1928, n. 1404.

il comando del Governatore, un “Direttorio” dell’Istituto, che si occupi del lavoro più saliente a sollievo del capo»[189]; viene previsto l’obbligo di insediamenti territoriali (succursali o anche più snelle agenzie) in tutte le province ove già non esistano succursali. Con questi provvedimenti la Banca d’Italia vede ormai accentrate in sé le funzioni di regolazione della circolazione monetaria, controllo del cambio, vigilanza bancaria, tesoreria provinciale e gestione delle stanze di compensazione[190].

[189] Le parti fra virgolette sono tratte dalla Relazione al Consiglio superiore del 28 maggio 1928, riportata da Contessa, De Mattia, *L’evoluzione dei compiti* cit., p. 114. Che non si tratti di un organo collegiale è subito chiarito dalla stessa Relazione, che con il linguaggio tipico dell’epoca prosegue: «la suprema gerarchia della Banca d’Italia sarebbe dunque, dopo il voto della presente assemblea generale: / il Governatore / il Direttore Generale / il Vice Direttore generale». È stato osservato come: «Non si trattò [...] di una modifica solo nominale, ma di una espressione concreta dell’orientamento ormai maturato per una direzione delle attività dell’Istituto in maniera sempre meno corporativa, direi quasi istituzionale, [...] che si realizzò soprattutto attraverso un ridimensionamento delle attribuzioni spettanti al Consiglio superiore della Banca» (Mezzacapo, *Evoluzione normativa* cit., p. 495). Il Direttorio affianca infatti il governatore nella sovrintendenza sulle riserve, compito prima attribuito al direttore generale con il concorso dell’ufficio di presidenza del Consiglio superiore. Il Consiglio cede poi al governatore il potere di fissare l’interesse per le anticipazioni e lo sconto nonché la funzione di organo residuale (le competenze dell’organo collegiale diventano d’ora in poi tassative).

[190] Queste due ultime attività trovano per la prima volta menzione nel nuovo statuto.

IV.
DALLA GRANDE CRISI ALLA CONFERENZA DI BRETTON WOODS

1. *La crisi del 1929, il crollo della banca mista, l'IMI*

Non è questa la sede per una descrizione storica approfondita della grande crisi del 1929[191]. Basterà qui ricordare come essa pone bruscamente fine a un eccezionale ciclo di espansione dell'economia americana alimentato da un indebitamento progressivo delle imprese e da una borsa improntata alla speculazio-

[191] Sulla crisi del 1929 la letteratura è assai vasta. Ci si limita qui a indicare: G. Toniolo, *L'economia dell'Italia fascista*, Bari 1980, pp. 133 ss.; G. Toniolo (a cura di), *Industria e banca nella grande crisi 1929-1934*, Milano 1978, pp. 239 ss.; G. Toniolo, *La Banca d'Italia e il sistema bancario 1919-1936*, in Cotula, De Cecco, Toniolo, *La Banca d'Italia. Sintesi* cit., pp. 333 ss.; P. Ciocca, G. Toniolo (a cura di), *L'economia italiana nel periodo fascista*, Bologna 1976; De Cecco (a cura di), *L'Italia e il sistema finanziario* cit., pp. 95 ss.

ne al rialzo ove affluivano ingenti capitali finanziari dall'Europa la cui economia, in confronto a quella USA, praticamente ristagnava. Gran parte del pubblico americano, contagiato dall'euforia della borsa, ha investito a Wall Street i propri risparmi[192]. Quando le aspettative si invertono, anche in seguito a un aumento del tasso di sconto da parte della FED preoccupata dai continui rialzi dei corsi azionari, la bolla scoppia (giovedì nero della Borsa di New York del 24 ottobre 1929): le quotazioni azionarie crollano rapidamente[193], le banche che hanno concesso crediti prendendo a garanzia titoli azionari cercano di rientrare mettendo in moto una reazione a catena che, tramite i canali finanziari (in Europa si registra un forte ritiro di capitali americani), si propaga in tutto il mondo.

La crisi si trasmette in Europa con il fallimento del Credit Anstalt di Vienna (11 maggio 1931)[194], ma in Italia se ne erano già avute alcune preoccupanti avvisaglie con le difficoltà della banca mista, divenuta nel frattempo banca-*holding*, eccessivamente immobilizzata da un rapporto troppo stretto con l'industria che soffre per la politica di deflazione[195]. Nel 1927-28 entrano in crisi un gruppo di banche cattoliche mentre nell'ottobre 1929 Banca d'Italia e Tesoro devono intervenire, con ingente esborso di denaro pubblico, per il salvataggio della Banca Agricola Italiana, nella quale ha assunto una grossa partecipazione l'industriale torinese Riccardo Gualino che attraverso di essa finanzia la SNIA-Viscosa[196]. Strumento di questi salvataggi è l'Istituto di liquidazioni che, in questo periodo, interviene a sostegno

[192] Si stima che, verso la metà del 1929, circa 9 milioni di cittadini statunitensi (su di una popolazione di 122 milioni) avessero investito in borsa.

[193] Si stima che in meno di una settimana vengano bruciati 14 miliardi di dollari di capitalizzazione di borsa.

[194] Sul quale, cfr. A. Schubert, M.D. Bordo (a cura di), *The Credit-Anstalt Crisis of 1931 (Studies in Macroeconomic History)*, Cambridge 1992.

[195] È stato giustamente notato come «la banca holding, fenomeno trascinato dal ciclo e non da strategie piuttosto che segno di potere esprimeva la fase terminale di un lungo ciclo», S. La Francesca, *Il sistema bancario italiano: dalla crisi del 1929 alla fine del Novecento*, in Conti, Cova, La Francesca, *Lezioni sulla formazione del sistema bancario* cit., p. 118.

[196] Su questo episodio cfr. Guarino, Toniolo (a cura di), *La Banca d'Italia e il sistema bancario* cit., pp. 66 ss., nel quale viene riportata anche un'interessante memoria di Gualino (ivi, pp. 597 ss.).

di altre banche in crisi (Banco di Santo Spirito, Banca nazionale dell'agricoltura, Banca delle Marche e degli Abruzzi)[197].

La crisi colpisce particolarmente le due maggiori banche miste (Comit e Credit) che, come si è visto, si sono strettamente legate alle imprese industriali tramite un sistema di partecipazioni incrociate e hanno linee di credito fortemente immobilizzate nelle industrie stesse. Di fronte alle difficoltà delle imprese le banche continuano a bruciare risparmi in operazioni di credito di tipo difensivo che non fanno però che rendere la situazione ancor più insostenibile. Alla fine del 1930 il Credito Italiano è costretto a ricorrere al credito di ultima istanza della Banca d'Italia: un'operazione di emergenza caratterizzata da rapidità e segretezza che consente di circoscrivere momentaneamente la crisi[198]. Con r.d. 26 dicembre 1930, n. 1693 (non pubblicato in G.U.) viene data facoltà al capo del governo di affidare con semplice decreto nuovi compiti all'Istituto di liquidazioni[199]. Nell'estate del 1931, contemporaneamente all'estendersi della crisi in Austria e in Germania, è la Banca Commerciale (nella quale si accentra il controllo di circa un quarto del capitale delle grandi società industriali) a trovarsi in grosse difficoltà.

La situazione di Credit e Comit viene affrontata con due convenzioni fra le banche, il governo e la Banca d'Italia che, con alcune pur significative varianti, ricalcano lo stesso schema[200]. Le partecipazioni industriali delle banche vengono tra-

[197] Lo ricorda La Francesca, *Il sistema bancario* cit., p. 118.

[198] Su di essa cfr., in particolare, G. Toniolo, *Crisi bancarie e salvataggi: il Credito italiano dal 1930 al 1934*, in AA.VV., *Il Credito italiano e la fondazione dell'IRI*, Milano 1990, pp. 115 ss.

[199] Va inoltre segnalata la morte di Stringher (24 dicembre 1930) al quale succede come governatore Vincenzo Azzolini (che regge l'istituto sino alla caduta del regime). Sulla figura di quest'ultimo – con le sue ombre (vicenda dell'oro, zelante applicazione delle leggi razziali) ma anche le sue luci (potenziamento del Servizio studi, difesa dell'autonomia e del prestigio dell'ente) – cfr. A. Roselli, *Il governatore Vincenzo Azzolini, 1931-1944*, Roma-Bari 2000; Gigliobianco, *La sezione speciale autonoma* cit., pp. 138 ss.

[200] La convenzione per lo smobilizzo del Credit è del 20 febbraio 1931; quella per la Comit del 31 ottobre 1931. Quest'ultima è edita in Guarino, Toniolo (a cura di), *La Banca d'Italia e il sistema bancario* cit., p. 756. Per quanto riguarda le differenze fra le due convenzioni si può notare come l'intervento dell'Istituto di liquidazioni sia più limitato nel caso della Comit, per la quale è

sferite a una società finanziaria che le gira all'Istituto di liquidazioni il quale, a sua volta, ottiene appositi finanziamenti dalla Banca d'Italia. In questo modo si provvede a separare l'attività creditizia vera e propria da quella di partecipazione, che viene sostanzialmente trasferita in mano pubblica. Le banche cessano così di svolgere funzioni di *holding* e si impegnano a non assumere più partecipazioni industriali e a limitare la loro attività al credito commerciale.

Nel novembre 1931 viene creato l'Istituto mobiliare italiano (IMI), ente pubblico economico che ha il compito di sostituire le grandi banche (ex miste e ora solo commerciali) nell'erogazione del credito a medio e lungo termine all'industria[201]. La sua attività, all'inizio assai limitata, decolla nella seconda metà degli anni Trenta, quando si registra una notevole crescita nel volume delle erogazioni, anche come conseguenza del d.l. 5 settembre 1938, n. 1480, che stabilisce la confluenza dei finanziamenti connessi con piani autarchici in una gestione separata per conto dello Stato la cui provvista viene reperita con l'emissione di serie particolari di obbligazioni garantite da quest'ultimo.

Si tratta tuttavia di una sistemazione temporanea che sposta nel bilancio della Banca d'Italia il peso delle immobilizzazioni: a seguito degli interventi effettuati essa si trova «creditrice al 31 dicembre 1932 verso le tre principali banche del paese per L. mil. 7.353 su un totale di carta in circolazione di L. mil. 13.672, ossia per circa il 54%»[202].

direttamente la finanziaria di partecipazioni (SOFINDIT) ad accedere al credito di ultima istanza presso la Banca d'Italia. Il capitale della SOFINDIT viene conferito a un sindacato di blocco che agisce sotto le direttive del governatore e di Toepliz (consigliere delegato e direttore della Comit) e depositato presso la Banca d'Italia. Sulle convenzioni, cfr. anche P. Galea, *Imi, Iri e legge bancaria del 1936*, in Cova, La Francesca, Moioli, Bermond (a cura di), *Storia d'Italia. La Banca* cit., pp. 548 ss.

[201] R.d.l. 13 novembre 1931, n. 1398, *Costituzione dell'Istituto mobiliare italiano*, conv. in l. 15 dicembre 1932, n. 1581. Sull'IMI, cfr. F. Cesarini, *Alle origini del credito industriale. L'Imi negli anni '30*, Bologna 1982; G. Lombardo, *L'Istituto Mobiliare Italiano*, Bologna 1998; Galea, *Imi, Iri* cit., pp. 554 ss.

[202] Così un passaggio della Relazione IRI al bilancio del 1936 riportata da Toniolo, in Guarino, Toniolo (a cura di), *La Banca d'Italia e il sistema bancario* cit., p. 73.

2. *La nascita della BRI e l'istituzionalizzazione della cooperazione fra banche centrali*

È in questo contesto che, nell'ambito della gestione delle riparazioni tedesche sancite dal Trattato di Versailles (quantificate con il Piano Dawes del 1924), nasce a Basilea, il 17 maggio 1930, la Banca dei regolamenti internazionali (BRI, o BIS, secondo il più noto acronimo inglese), istituita nell'ambito del Piano Young, varato nel 1930 per organizzare il trasferimento dei fondi in marchi tedeschi nei conti dei paesi creditori[203].

I soci fondatori del nuovo organismo internazionale sono le banche centrali di Belgio, Francia, Germania, Giappone, Gran Bretagna, Italia e un gruppo di banche americane[204]; l'accor-

[203] Sulla BRI e la sua storia oltre al sito internet (http://www.bis.org/about/history.htm) sul quale è possibile consultare anche l'atto costitutivo, la convenzione dell'Aja e lo statuto (http://www.bis.org/about/legal.htm), cfr., per tutti: E.L. Dulles, *The Bank for International Settlements at Work*, New York 1932; De Cecco (a cura di), *L'Italia e il sistema finanziario* cit., pp. 90 ss. e 646 ss. (docc. 94-98, dai quali risulta la posizione italiana nell'ambito delle trattative per l'istituzione della BRI); P. Baffi, *Le origini della cooperazione tra le banche centrali. L'istituzione della Banca dei regolamenti internazionali*, Bari 2002; G. Toniolo con P. Clement, *Central Bank Cooperation at the Bank for International Settlements, 1930-1973*, Cambridge-New York 2005, ai quali si rinvia per ulteriore bibliografia.

[204] J.P. Morgan & Co. (New York), First National Bank of New York e First National Bank of Chicago. Gli Stati Uniti non partecipano a livello istituzionale perché, non avendo sottoscritto il Trattato di Versailles, non accettano le riparazioni e non desiderano quindi coinvolgersi in esse a livello ufficiale. Anche Chales G. Dawes (banchiere di Chicago e vicepresidente durante il mandato Hoover 1925-29) e Owen D. Young (presidente della General Electric e vicepresidente della FED di New York), presidenti dei Comitati che elaborano gli omonimi piani, hanno al massimo un ruolo semiufficiale di rappresentati della FED: i negoziati internazionali e la preparazione degli accordi sono gestiti prevalentemente dagli europei. Statunitensi sono però i primi presidenti: Gates W. McGarrah (direttore della FED di New York), 1931-33, e Leon Fraser (un giurista che aveva lavorato sia al Piano Dawes che a quello Young), 1933-34. In quei primi anni di attività l'Italia è rappresentata nel c.d.a. da Stringher (1930), Beneduce (dal 1930 e vicepresidente 1933-34), Azzolini (1930-33) e, nella struttura, dal funzionario ministeriale Raffaele Pilotti che assume la carica di segretario generale. Beneduce presiede anche un Comitato incaricato di esaminare, nel dicembre 1931, la richiesta della Germania di riconsiderazione degli obblighi imposti dal Piano Young in seguito alle devastanti conseguenze della crisi economica in atto. Sui lavori del Comitato, le cui conclusioni furono

do fra di esse viene tuttavia ratificato dai relativi governi con la convenzione dell'Aja del 20 gennaio 1930 allo scopo di conferirgli valenza di trattato internazionale. Accanto alla gestione del complesso meccanismo finanziario delle riparazioni (imperniato sull'emissione di prestiti internazionali che forniscono al governo tedesco la valuta con la quale ripagare gli Stati creditori), la BRI assume subito un ruolo importante nella crisi finanziaria degli anni Trenta (organizzando, fra l'altro, un prestito a favore del governo austriaco in difficoltà in seguito alla crisi del Credit Anstalt) e diventando attiva nelle operazioni di *clearing* sia in oro che in valute estere. Nasce così una prima sede istituzionale di cooperazione fra banche centrali[205] che, come si vedrà in seguito, avrà un ruolo fondamentale nel coordinamento della vigilanza a livello internazionale. Fino al 1939 la BRI continua a offrire servizi di tipo finanziario alle banche centrali, fungendo quasi da loro banca centrale, qualificandosi anche come un autorevole centro di ricerca e analisi economica. Con lo scoppio della seconda guerra mondiale cessano le riunioni del Consiglio (dove avrebbero dovuto incontrarsi i rappresentanti di autorità di paesi belligeranti), che riesce tuttavia a mantenere vivo l'organismo adottando una dichiarazione di neutralità con la quale si impegna a non porre in essere operazioni che potrebbero avvantaggiare un paese belligerante a danno di un altro. Alla fine della guerra, la BRI collabora con le indagini che mirano ad appurare quanta parte dell'oro usato dalla German Reichsbank per i pagamenti internazionali sia stato sottratto alle banche centrali dei paesi occupati e, nel 1948, restituisce integralmente quello da essa percepito (pari a 3,7 tonnellate) alla banca centrale belga e a quella olandese. Attualmente l'organismo internazionale continua a essere un importante foro di cooperazione internazionale in materia di vigilanza ospitando, come si vedrà, il Segretariato del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria e quello del Financial Stability Board (FSB).

discusse in una Conferenza a Losanna (16 giugno-9 luglio 1932), cfr. Baffi, *Le origini della cooperazione* cit., pp. 155 ss.

[205] Per alcuni interessanti esempi di casi precedenti di collaborazione su base estemporanea fra singole banche centrali, specie in occasione delle ricorrenti crisi finanziarie, cfr. l'introduzione di C.P. Kindleberger a Baffi, *Le origini della cooperazione* cit., p. XXVIII.

3. *L'IRI, la legge bancaria del 1936-38, il nuovo statuto della Banca d'Italia. La seconda fase della normativa valutaria*

Il riassetto definitivo del sistema dopo il salvataggio delle banche miste avviene con un'altra delle creature di Beneduce: l'Istituto per la ricostruzione industriale (IRI), costituito con r.d.l. 23 gennaio 1933, n. 5 (con la formula ormai collaudata dell'ente pubblico imprenditore) con una sezione finanziamenti (con il compito di erogare crediti a lungo termine) e una sezione smobilizzi industriali che rileva dall'Istituto di liquidazioni (il quale viene soppresso) partecipazioni industriali e debiti verso la Banca d'Italia[206]. Questi ultimi, ammontanti a circa 7 miliardi e mezzo

[206] Sulla creazione dell'IRI, cfr. P. Saraceno, *L'Istituto per la ricostruzione industriale, IRI*, III, *Origini, ordinamento e attività svolta*, Torino 1956; Id., *Salvataggi bancari e riforme nel quindicennio 1922-1936*; M. Giotti, *La gestione dell'IRI dalla costituzione al 1939*, entrambi in *Banca e industria fra le due guerre*, II cit., pp. 15 ss. Beneduce, che è anche il primo presidente dell'IRI, affida la carica di direttore generale dell'ente a Donato Menichella. Sempre sull'IRI, cfr. P. Saraceno, *Il sistema delle imprese a partecipazione statale nell'esperienza italiana*, Milano 1975; M. Pini, *I giorni dell'IRI. Storie e misfatti da Beneduce a Prodi*, Milano 2004; Galea, *Imi, Iri* cit., pp. 567 ss.; Castronovo (a cura di), *Storia dell'IRI* cit. Nell'introduzione a tale volume (in parte pubblicata in «Il Sole 24 Ore», 25 marzo 2012, p. 40, da dove il seguente brano è tratto) il curatore afferma che: «In questo contesto il presidente dell'IRI Alberto Beneduce e i suoi più stretti collaboratori si trovarono, in pratica, a creare le fondamenta di un interventismo pubblico che era sostanzialmente diverso, nella sua articolazione e nei suoi strumenti operativi, da quello emerso in precedenza con gli istituti di credito speciale dell'anteguerra e poi con i salvataggi bancari e industriali degli anni Venti». Il 5 dicembre 1933 la dirigenza del neocostituito ente presenta al capo del governo un'approfondita Relazione (riprodotta in F. Cotula, C.O. Gelsomino, A. Gigliobianco, *Donato Menichella. Stabilità e sviluppo dell'economia italiana 1946-1960*, I, Roma-Bari 1997, pp. 77 ss.) la cui significativa sintesi introduttiva è la seguente: «Per un risanamento effettivo, le industrie in precedenza controllate da Comit, Credit e Banco di Roma devono avere gestione nettamente separata da quella delle banche. Queste ultime devono essere confinate al finanziamento del capitale circolante delle imprese e devono essere controllate dalla mano pubblica. Il piano deve consentire anche lo smobilizzo della Banca d'Italia». In questo *Studio sui problemi del risanamento bancario* (che costituisce un vero e proprio manifesto programmatico sulla falsariga del quale verrà impostata anche la riforma legislativa) si auspica la riduzione del numero delle grandi banche – dato che: «Le conseguenze della concorrenza che inevitabilmente questi istituti si fanno si assommano, poi, in perdite che, prima o poi, deve scontare lo Stato» (ivi, p. 101) – e della loro dimensione (tramite uno snellimento delle direzioni generali e della rete delle filiali). Le ingenti perdite delle quali lo Stato è chiamato a farsi

di lire, vengono gradualmente ripianati dall'IRI tramite l'emissione di un prestito obbligazionario e i proventi delle dismissioni[207]. Oltre al fondo di dotazione e a contributi dello Stato l'IRI, al pari degli altri «enti Beneduce», si finanzia esclusivamente con l'emissione di prestiti obbligazionari sul mercato, liberando la Banca d'Italia dagli immobilizzi e dal coinvolgimento indiretto nel salvataggio delle aziende industriali.

Per effetto della complessiva operazione l'IRI diventa la più grande *holding* del paese trovandosi proprietario di oltre il 50%

carico fondano il suo «diritto [...] e conseguentemente il suo dovere di esercitare il controllo bancario dei grandi istituti [...] [il quale] deve essere costituito, se possibile, attraverso l'istituto di emissione; diversamente, al di fuori di esso, mediante la costituzione di uno speciale reparto dell'I.R.I. che conservi il possesso delle azioni bancarie. Ma, nell'uno o nell'altro caso, la sua situazione deve essere seria ed effettuata attraverso uomini di provata capacità ed attraverso il contatto permanente con la vita dei grandi istituti di credito ordinario e di quelli che eserciteranno il credito mobiliare» (ivi, pp. 121 ss.). Interessante anche il giudizio sulle cause della crisi e la consapevolezza della necessità di una riforma: «[...] parte delle conseguenze dannose che lo Stato ha subito deve attribuirsi all'erroneo indirizzo dei dirigenti delle banche, facilissimi all'espansione creditizia, incapaci di giudicare e tanto meno dirigere la vita delle aziende produttive. Poiché tutto si dimentica e poiché ritorneranno ancora i momenti di effervescenza, lo Stato deve premunirsi contro il rischio che la politica dei grandi istituti di credito ordinario abbia ancora da orientarsi verso vie che poi richiedano ancora il suo intervento» (*ibid.*). Con riferimento al *management* delle banche, non mancano considerazioni e auspici di tipo etico-comportamentale: «Il metro di misura del valore bancario cambierà e con esso il criterio di selezione nei più alti gradi della scala gerarchica dei bancari. Anche questo problema di adeguamento dei valori umani non è affrontabile se le Banche non si mettono nella casella che loro spetta nell'economia del Paese; se – cioè – non si strappano dalle mani dei loro dirigenti gli addentellati che tuttora le legano alle grosse posizioni industriali, le quali, nella sostanza vera, sono a carico dello Stato». Lo *Studio* si propone quindi di esaminare «[...] insieme con le possibilità dell'intervento risanatore, le modalità di esso in relazione alla necessità di tutela degli interessi dello Stato e di adeguamento dell'organizzazione bancaria agli interessi del Paese [...]» (ivi, p. 95).

[207] I rapporti fra l'IRI e la Banca d'Italia vengono definiti da due convenzioni. Con la prima, del 4 ottobre 1935, la Banca garantisce all'Istituto l'accesso al proprio credito di ultima istanza in caso di ritiro dei depositi presso le banche da esso possedute. Con la seconda, del 31 dicembre 1936, si sistema definitivamente la residua posizione debitoria dell'IRI con un piano che prevede il rientro integrale per il 31 dicembre 1971. Il problema del ripianamento della posizione debitoria viene comunque in parte reso meno stringente dalla svalutazione del metro monetario che comporta la sostanziale «cancellazione» di buona parte del debito.

del capitale azionario italiano, fra cui quello delle maggiori banche: Comit, Credit, Banco di Roma[208], cui nel 1936 si aggiunge, in seguito alla liquidazione dell'Istituto italiano di credito marittimo, il Banco di Santo Spirito. Ci si rende ben presto conto che non esistono nel paese potenziali acquirenti per la gran massa di partecipazioni che avrebbero dovuto essere dismesse e l'istituto è trasformato in ente permanente «per il controllo e il finanziamento delle industrie interessanti la difesa e l'autarchia»[209], in sintonia con gli obiettivi del governo fascista che, in vista della guerra e dopo le sanzioni, ha interesse a mantenere l'industria pesante in mano pubblica.

L'IRI darà una fisionomia particolare, nel bene e nel male, all'economia italiana, che per circa settanta anni sarà caratterizzata da una forte presenza dello Stato nel capitale industriale e finanziario del paese[210].

Sono gli anni in cui anche all'estero la risposta alla crisi si traduce in nuove iniziative[211]. Negli Stati Uniti, il collasso di gran parte del sistema delle banche commerciali porta il presidente Franklin Delano Roosevelt a firmare, il 16 giugno 1933, il Banking Act of 1933 noto come Glass-Steagall Act (dal nome dei proponenti, rispettivamente senatore, già segretario al Tesoro, e membro del Congresso del partito democratico) che introduce una separazione fra banche commerciali e banche di investimento e istituisce la Federal Deposit

[208] Con le quali nel marzo 1934 vengono stipulate apposite convenzioni in cui le banche ribadiscono l'impegno a non assumere partecipazioni industriali e a esercitare esclusivamente il credito commerciale.

[209] R.d.l. 24 giugno 1937, n. 905, conv. in l. 25 aprile 1938, n. 637. Su di esso e sugli smobilizzi effettuati nei primi anni di vita dell'istituto, cfr. Galea, *Imi, Iri* cit., pp. 597 ss.

[210] Secondo V. Castronovo, *Banche e imprese sotto l'ala di stato*, in «Il Sole 24 Ore», 19 maggio 2010, p. 16: «L'Italia fascista divenne così di fatto seconda all'Unione Sovietica per l'elevato grado di statizzazione (permanente o meno che fosse) del proprio sistema economico».

[211] È interessante notare come S. Cassese, *Lo Stato fascista*, Bologna 2010, pp. 21 ss., inquadri l'IRI e la l.b. del 1936-38 nella «componente razionalizzatrice e modernizzatrice, presente contemporaneamente in Italia come in altri Paesi» della «costruzione statale del periodo fascista». Secondo tale studioso: «Qui è massima la corrispondenza con scelte fatte fuori dall'Italia, specialmente nel settore bancario e delle imprese pubbliche. La legge bancaria del 1936 ha molti tratti simili al Glass Steagall Act americano. L'Istituto per la ricostruzione industriale (IRI) non è caratteristico solo dell'Italia, perché gruppi industriali pubblici simili si trovano anche in altri Paesi, come la Spagna».

Insurance Corporation (FDIC), un'agenzia indipendente di assicurazione dei depositi alla quale vengono conferiti anche poteri di vigilanza[212]. Il Glass-Steagall Act rimane in vigore per più di sessanta anni e viene abrogato solo dal Gramm-Leach-Bliley Act (GLBA) del 12 novembre 1999, il quale abroga anche alcune norme del Bank Holding Company Act del 1956 che impedivano alle banche commerciali di svolgere attività assicurativa consentendo così l'avvento del c.d. «broad banking»[213]. Questo intervento normativo, favorendo il predominio delle politiche creditizie più rischiose delle banche di investimento rispetto a quelle commerciali, verrà in seguito individuato come uno dei fattori che ha contribuito alla crisi dei mutui *subprime* del 2007[214].

La riorganizzazione del sistema bancario è completata dalla l.b. del 1936-38, che dà un nuovo e più organico assetto all'ordinamento creditizio[215]. I tratti salienti della nuova legge bancaria,

[212] L'anno precedente, il 1932, viene emanata un'altra legge (sempre proposta da Glass e Steagall) che, nel tentativo di fermare la recessione, attribuisce alla FED la possibilità di fare anticipazioni e sconti su di un maggior numero di titoli (fra i quali le *commercial papers*).

[213] Sul quale, cfr. J.R. Barth, R.D. Brumbaugh Jr., J.A. Wilcox, *The Repeal of Glass-Steagall and the Advent of Broad Banking, U.S. Office of the Comptroller of the Currency, Economic and Policy Analysis Working Paper 2000*, 5 April 2000.

[214] J.E. Stiglitz, *Capitalist Fools*, in http://www.vanityfair.com/magazine/2009/ 01/stiglitz200901.

[215] L'iter legislativo di tale plesso normativo è particolarmente tortuoso: al r.d. 12 marzo 1936, n. 375, segue il r.d. 17 luglio 1937, n. 1400, approvato per fare entrare in vigore alcuni emendamenti (introdotti dal Senato o proposti dal governo) nelle more di un procedimento di conversione che si presentava particolarmente lungo. Tale secondo decreto riscrive praticamente il primo e contiene una clausola di abrogazione dello stesso sino alla sua conversione in legge. Quest'ultima avviene con la l. 7 marzo 1938, n. 141, mentre la successiva l. 7 aprile 1938, n. 636, converte le disposizioni del r.d. n. 1400/1937 ancora rimaste in vigore. Le citazioni di articoli nel testo che segue sono riferite al r.d. 12 marzo 1936, n. 375. Sulla genesi della l.b. del 1936-38 cfr. G. Ruta, *Il processo di formazione della legge bancaria*, in «Bancaria», 24, 1966, pp. 809 ss.; S. Cassese, *La preparazione della riforma bancaria del 1936 in Italia*, in «Storia contemp.», 1974, p. 3; Id., *Come è nata la legge bancaria del 1936?*, Roma 1988; M. Porzio (a cura di), *La legge bancaria. Note e documenti sulla sua "storia segreta"*, Bologna 1981; A. Nigro, *La "storia segreta" della legge bancaria del 1936*, in «Riv. soc.», 1982, p. 1193; A. Polsi, *Stato e Banca Centrale in Italia*, Bari 2001, pp. 67 ss. La letteratura sulla l.b., che è stata abrogata (ma non integralmente) solo dal t.u.b. del 1993, è sterminata; nell'impossibilità di citarla tutta si ricordano alcuni dei contributi più significativi anche in una prospettiva

nella cui preparazione Beneduce e gli ambienti IRI assumono un ruolo di primo piano rispetto alla Banca d'Italia (che rimane invece più defilata), possono così sintetizzarsi.

Dal punto di vista dell'architettura istituzionale, i poteri di vigilanza (prima di competenza di vari Ministeri) vengono unificati e attribuiti a un organo dello Stato di nuova creazione: l'Ispettorato per la difesa del risparmio e l'esercizio del credito, che viene sottoposto alle direttive di un Comitato di ministri presieduto dal capo del governo e composto dai ministri delle Finanze, dell'Agricoltura e delle Corporazioni. Viene poi stabilito che: «per le direttive di carattere generale il Comitato dei Ministri sentirà il comitato corporativo centrale al fine di adeguare le esigenze per lo sviluppo della economia della Nazione e della vita dello Stato alla formazione del risparmio ed alle possibilità di credito del Paese» (art. 13). Queste disposizioni sembrano preordinate a un'utilizzazione del credito in funzione di pianificazione che di fatto non verrà però attuata[216]. A capo dell'Ispettorato viene posto «Il governatore della Banca d'Ita-

storica: G. Greco, *La nuova disciplina bancaria*, in «Riv. dir. comm.», 1936, p. 426; F. Messineo, *Postille sulla nuova legislazione bancaria*, in «Banca borsa», 1936, p. 158; M.S. Giannini, *Osservazioni sulla disciplina della funzione creditizia*, in *Scritti giuridici in onore di Santi Romano*, Padova 1939, II, pp. 707 ss.; Id., *Istituti di credito e servizi di interesse pubblico*, in «Moneta e credito», II, 1949, p. 106 (scritto in cui l'autore, sulle orme di Santi Romano, sviluppa la teoria dell'ordinamento sezionale che per molto tempo costituirà lo schema logico applicato dalla dottrina amministrativistica al settore del credito); M. Nigro, *Profili pubblicistici del credito*, Milano 1969, pp. 87 ss.; G. Ferri, *La validità attuale della legge bancaria*, in «Riv. dir. comm.», I, 1974, p. 129; P. Vitale, *Pubblico e privato nell'ordinamento bancario*, Milano 1977; P. Barucci, *Il contributo degli economisti italiani (1921-1936)*, in *Banca e industria fra le due guerre*, I cit., p. 220; P. Bini, *Il dibattito attraverso le riviste di regime*, in questo stesso volume, I, p. 263; F. Merusi, *I tratti peculiari dell'ordinamento creditizio italiano nella comparazione con le leggi bancarie degli anni trenta*, in questa stessa opera, II, p. 336; G. Guarino, *Il profilo giuridico*, in Guarino, Toniolo (a cura di), *La Banca d'Italia e il sistema bancario* cit., pp. 155 ss.; G. Sangiorgio, F. Capriglione, *La legge bancaria: evoluzione normativa e orientamenti esegetici*, Banca d'Italia, «Quad. ric. giur.», n. 7, Roma 1986; F. Carbonetti, *I cinquant'anni della legge bancaria*, Banca d'Italia, «Quad. ric. giur.», n. 10, Roma 1986; Galea, *Imi, Iri* cit. I testi normativi originari costituenti la l.b. del 1936-38 con le leggi successive che hanno inciso su di essa e una versione della stessa all'epoca vigente sono editi in Banca d'Italia, «Quad. ric. giur.», n. 11, Roma 1986.

[216] Nonostante l'istituzione, con r.d.l. 9 gennaio 1939, n. 32, di un Comitato interministeriale per l'autarchia incaricato di attuare i piani autarchici che riunisce tutti i ministri economici ed è presieduto da Mussolini.

lia» il quale «provvede, nell'ambito delle direttive fissate dal Comitato dei ministri alla esecuzione dei compiti attribuiti all'Ispettorato, anche mediante deleghe» e «partecipa alle sedute del Comitato dei ministri» (art. 12).

In realtà l'Ispettorato, che a livello periferico avrebbe dovuto comunque avvalersi delle filiali della Banca d'Italia, anche a livello centrale utilizza ampiamente la Direzione per la vigilanza costituita presso la banca stessa, al fine di non disperdere il bagaglio di esperienze da essa accumulato[217]. I provvedimenti del capo dell'Ispettorato «nell'esercizio delle funzioni discrezionali di controllo sono soggetti al solo sindacato del Comitato dei ministri al quale gli interessati possono proporre i loro reclami – che non hanno effetto sospensivo – entro il termine di un mese dalla data di comunicazione del provvedimento» (art. 19).

La Banca d'Italia è formalmente «dichiarata Istituto di diritto pubblico» e, «ai fini della tutela del pubblico credito e della continuità di indirizzo», viene stabilito che le quote di partecipazione al capitale siano nominative e possano appartenere solo a casse di risparmio, istituti di credito di diritto pubblico e banche di interesse nazionale, istituti di previdenza e di assicurazione (art. 20). Viene introdotto il divieto di effettuare operazioni di risconto nei confronti di soggetti diversi dalle aziende di credito[218]; l'emissione dei biglietti cessa di essere attribuita in concessione e diviene compito istituzionale. Con r.d. 11 giugno 1936, n. 1067, viene approvato il nuovo statuto della Banca che conferma il meccanismo di nomina e di revoca del governatore (delibera

[217] Per i rapporti, non sempre facili, fra Banca e Ispettorato che operò con un proprio direttore e un organico compreso fra i 65 e gli 88 elementi, cfr. Roselli, *Il governatore Vincenzo Azzolini* cit., pp. 145 ss.

[218] Contro tale disposizione, che ha lo scopo di limitare il conflitto di interessi fra controllore e controllati, il governatore Azzolini tenta inutilmente di opporsi; cfr. lettera a Mussolini dell'11 giugno 1936 e Pro-memoria interni Banca d'Italia del giugno 1935 e del 20 febbraio 1936, in Guarino, Toniolo (a cura di), *La Banca d'Italia e il sistema bancario* cit., pp. 913 ss. Secondo Gigliobianco, *Via Nazionale* cit., pp. 162 s., che attribuisce al vicedirettore generale Introna l'elaborazione di tale posizione, essa: «era basata non solo su considerazioni riguardanti l'utile aziendale, ma anche sulla opportunità di non perdere il contatto diretto con il mondo della produzione: un contatto che aveva sempre garantito all'istituto informazioni preziose per lo svolgimento dei propri compiti pubblici».

del Consiglio superiore approvata dal governo che non dispone però di un autonomo potere di revoca) e la mancanza di un termine al suo incarico[219] e ne rafforza ulteriormente la figura attribuendogli la funzione di presiedere il Consiglio superiore. Con la riforma viene quindi portato a compimento il processo di pubblicizzazione dell'istituto – la cui struttura privatistica rappresenterà d'ora innanzi più che altro un canale di collegamento con il mondo bancario e una garanzia di indipendenza dalla politica – che assume un ruolo sempre più centrale nell'ambito della vigilanza intesa dal legislatore dell'epoca come vera e propria direzione del credito.

È significativo al riguardo che la riorganizzazione del credito speciale attuata con provvedimento coevo alla l.b.[220], che scioglie la sezione finanziamenti dell'IRI e trasforma il CSVI in Sezione autonoma dell'IMI[221], conferisca la presidenza di quest'ultimo al governatore[222].

È interessante notare come a questa posizione di centralità nel sistema del governo del credito corrisponda in quegli anni, nonostante la segnalata attribuzione dell'emissione quale compito istituzionale, una sensibile riduzione dell'autonomia della banca sul versante della politica monetaria. Con il provvedimento di svalutazione della lira adottato nell'autunno del 1936[223] si stabilisce anche il potere del governo (tramite un r.d. da adottarsi su pro-

[219] Questo meccanismo (che resterà immutato sino alla riforma del risparmio introdotta con il d.lgs. n. 262/2005) «consacrò in modo definitivo e istituzionalizzato il principio dell'autonomia e dell'indipendenza della Banca d'Italia» (Guarino, *Il profilo giuridico* cit., p. 157).

[220] R.d.l. 12 marzo 1936, n. 376.

[221] Di lì a poco sarebbe iniziato il rilancio dell'attività dell'IMI, favorito anche da una direttiva del Comitato dei ministri del 15 dicembre 1938 che impone alle banche di investire una quota del proprio attivo in obbligazioni emesse dall'istituto. Prima della sua trasformazione il CSVI viene utilizzato per effettuare, finanziandosi presso la Banca d'Italia, «operazioni speciali» con le quali si sostengono in un primo tempo opere pubbliche e di bonifica e poi spese di guerra (r.d.l. 14 novembre 1935, n. 1934).

[222] L'«unità» di comando nel settore del credito a medio e lungo termine verrà poi completata con l'attribuzione al governatore della presidenza del Consorzio di credito per le opere pubbliche (CREDIOP) e dell'Istituto di credito per le imprese di pubblica utilità (ICIPU), con l. 21 maggio 1940, n. 657.

[223] R.d.l. 5 ottobre 1935, n. 1745.

posta del capo del governo e del ministro delle Finanze) di decidere ulteriori diminuzioni della parità entro il limite del 10%. Poco dopo vengono reintrodotte le anticipazioni straordinarie al Tesoro senza limiti di importo che erano state abolite dalla riforma del 1926-28[224].

Per ciò che concerne la vigilanza, la nuova l.b. si caratterizza per i seguenti profili.

A) La definizione dell'attività di «raccolta di risparmio fra il pubblico sotto ogni forma e l'esercizio del credito» quali «funzioni di interesse pubblico» (art. 1), il che giustifica la loro sottoposizione ai controlli previsti dalla legge.

B) La suddivisione delle banche in aziende di credito – a loro volta distinte in ulteriori categorie a seconda della loro forma giuridica e rilevanza dimensionale[225] – che raccolgono il risparmio a breve (disciplinate dal Tit. V) e istituti che raccolgono il risparmio a medio e lungo termine (regolati dal Tit. VI), per i quali viene operata una razionalizzazione e le attribuzioni di vigilanza (prima sparse fra vari Ministeri) vengono ricondotte al Comitato dei ministri e all'Ispettorato[226]. Aziende e istituti vengono sotto-

[224] D.m. 31 dicembre 1936. Secondo Gigliobianco, *Via Nazionale* cit., pp. 144 ss., la Banca d'Italia «divenne così, per un aspetto centrale della sua azione, un semplice braccio operativo dell'apparato statale, perdendo qualsiasi autonomia. La funzione di emissione monetaria, che fin dall'inizio della storia della carta-moneta si era tentato di porre al riparo dagli appetiti della politica, veniva ora pienamente integrata nel processo decisionale politico».

[225] Che, secondo l'art. 5, sono: a) gli istituti di credito e banche di diritto pubblico (il successivo art. 25 conferma tale natura per il Banco di Napoli, il Banco di Sicilia, la Banca nazionale del lavoro, l'Istituto di San Paolo di Torino e la dichiara per il Monte dei Paschi di Siena) e banche di interesse nazionale, sub-categoria questa introdotta dal r.d. n. 1400/1937 e costituita dalle società anonime o per azioni aventi una vasta organizzazione di carattere nazionale (con filiali in almeno trenta province) nella quale figurano le ex grandi banche miste passate nel portafoglio IRI; b) le banche e aziende di credito in genere «comunque costituite che raccolgano fra il pubblico depositi a vista o a breve termine, a risparmio, in conto corrente o sotto qualsiasi forma e denominazione»; c) le filiali di banche estere; d) le casse di risparmio e i monti di pegni; e) le casse rurali e agrarie.

[226] Va tuttavia considerato come questo Titolo sia caratterizzato da una minor organicità dato che riguarda un numero chiuso di soggetti elencati dall'art. 41 e non rechi nemmeno una definizione di cosa si debba intendere per «medio e lungo termine», per la quale bisognerà attendere la seconda metà degli anni Sessanta.

posti a differenti tipi di controlli: più dettagliati e pregnanti per le prime, minori per i secondi, che rimangono regolati anche dalle singole leggi istitutive.

C) La sottoposizione di tutti i momenti della vita delle banche ad ampi poteri discrezionali delle autorità di controllo. Vengono assoggettate ad autorizzazione dell'Ispettorato: la costituzione, l'inizio delle operazioni, l'apertura di succursali (art. 28). Nella prassi operativa non si dubita che tali poteri siano ampiamente discrezionali e possano esercitarsi anche con riferimento a quelle che le autorità ritengano essere le esigenze del mercato. È infatti esplicitamente prevista la possibilità che il Comitato dei ministri ordini la chiusura di sedi e filiali non solo per «manchevolezze di esercizio» ma anche «ai fini di una migliore distribuzione territoriale delle aziende di credito» (art. 34). Fusioni e incorporazioni devono ricevere il nulla osta dell'Ispettorato (art. 48) ed è previsto anche un procedimento di fusione speciale (sotto particolare controllo dell'organo di vigilanza) per le casse di risparmio e gli istituti di credito di diritto pubblico (artt. 49/52).

D) Vengono introdotte una serie di disposizioni (che in parte migliorano e precisano le previsioni della l.b. del 1926 e in parte innovano rispetto a quest'ultima) che facilitano l'attività di controllo e la correttezza della gestione. Nell'impossibilità di ricordarle tutte, se ne segnalano un paio ancora oggi sostanzialmente operanti: una nuova regolamentazione del segreto d'ufficio che prevede l'obbligo degli addetti alla vigilanza «di riferire esclusivamente al capo dell'Ispettorato tutte le irregolarità constatate, anche quando assumono la veste di reati» (art. 10); una disciplina speciale delle obbligazioni degli esponenti bancari basata sulla necessità di una delibera unanime degli organi amministrativi e di controllo (art. 38).

E) L'attribuzione alle autorità di controllo, accanto ai poteri di vigilanza ispettiva e informativa già previsti dalla l.b. del 1926, di ampi poteri di natura «regolamentare» su svariati qualificanti aspetti dell'operatività, fra i quali si ricordano: *1)* le forme tecniche dei bilanci e delle situazioni periodiche e modalità e termini del loro invio all'organo di vigilanza; *2)* i «limiti dei tassi attivi e passivi» e le «condizioni delle operazioni di deposito e conto corrente»; *3)* la «proporzione fra le varie categorie di investimenti considerate sia in rapporto alla liquidità, sia alle diverse branche di attività economiche»; *4)* il «rapporto fra patrimonio netto

e passività» e le «possibili forme di impiego dei depositi raccolti in eccedenza» rispetto al rapporto stesso; *5)* le «cautele per evitare gli aggravamenti di rischi derivanti dal cumulo di fidi»; *6)* «il rapporto fra il patrimonio sociale e gli investimenti in titoli azionari»; *7)* «i limiti massimi di fidi concedibili», con possibilità di dettare «norme e termini per le riduzioni in caso di constatate eccedenze»[227]. È inoltre previsto che: «L'ispettorato ha facoltà di stabilire che determinate forme di impiego debbano essere preventivamente autorizzate dall'Ispettorato stesso» (art. 33).

L'insieme di questi poteri di tipo «regolamentare» costituisce l'aspetto più innovativo e qualificante della nuova l.b. (che sopravvivrà alla legge stessa caratterizzando anche il t.u.b. del 1993): la sua apertura a varie finalità (da una funzionalizzazione del credito a una vigilanza di tipo più neutrale) e la sua c.d. elasticità, che spiega la sua capacità di adattamento a ordinamenti ed esigenze storiche di tipo diverso[228].

È dall'utilizzo in concreto di questi poteri che dipendono sia l'attuazione del divieto per le aziende di credito di operare come «banche miste» e di entrare nel mercato del credito a lungo termine (che era stato sancito nelle convenzioni con le grandi banche che fanno capo all'IRI ma rimane implicito nella l.b.) che il sorgere di una serie di istituti di vigilanza (dalla ROB al vincolo di portafoglio, dalla Centrale dei rischi ai coefficienti patrimoniali), la maggior parte dei quali ancora oggi vitali, seppure in un diverso contesto e rispondenti a obiettivi in parte mutati.

F) Vengono attribuiti pregnanti poteri di intervento su specifiche situazioni aziendali (anch'essi trasferiti con variazioni non di rilievo nel t.u.b. del 1993). Da un lato è infatti previsto che gran parte dei poteri «regolamentari» elencati alla lettera precedente

[227] Le *Istruzioni* di cui ai punti da 1) a 5) (previste dall'art. 32) sono emanate dall'Ispettorato «conformemente alle deliberazioni del Comitato dei Ministri», anche se, come si è visto, si instaura da subito la prassi secondo la quale le delibere del Comitato sono di fatto predisposte dall'Ispettorato-Banca d'Italia. I poteri «regolamentari» di cui ai punti 6) e 7) (previsti dall'art. 35) sono invece attribuiti al solo Ispettorato, «in quanto non sia provveduto dai singoli statuti».

[228] Definisce efficacemente la l.b. del 1936-38 «più che una normativa esaustiva, un contenitore legislativo che affida a norme secondarie la gestione del sistema e l'evoluzione dello stesso, come si vedrà nel corso dei successivi sessant'anni», La Francesca, *Il sistema bancario* cit., p. 123.

«possono essere di carattere generale ovvero particolari a categorie di aziende o a singole aziende, e possono essere sempre modificati, con congruo periodo di preavviso» (art. 33, comma 2), dall'altro è stabilito che l'Ispettorato possa: 1) ordinare la convocazione delle assemblee e degli organi amministrativi delle banche stabilendo l'ordine del giorno o provvedere alla convocazione diretta; 2) ordinare l'esperimento delle procedure esecutive contro i debitori in caso di eccessivo ritardo; 3) fissare le modalità per la sistemazione degli immobilizzi riscontrati (art. 35, comma 1).

G) Viene, per la prima volta, dettata una compiuta disciplina speciale delle crisi imperniata su provvedimenti (amministrazione straordinaria e liquidazione coatta amministrativa) diversi da quelli previsti per la generalità delle imprese dal codice di commercio e caratterizzati dalla direzione da parte dell'autorità amministrativa (anziché di quella giudiziaria) e dalla possibilità di essere emanati non solo in caso di perdite patrimoniali ma anche (solamente) in ipotesi di irregolarità nell'amministrazione o violazioni di norme legali e statutarie. Le disposizioni che disciplinano le relative procedure possono essere in parte considerate come il precipitato dell'esperienza nella gestione delle liquidazioni bancarie che avevano fatto sempre capo alla banca centrale[229]. Si tratta di un aspetto che caratterizzerà in modo permanente il nostro sistema (sopravvivendo pressoché immutato nel t.u.b del 1993) e per il quale la legislazione bancaria fungerà da vero e proprio laboratorio anche per il diritto concorsuale. La futura legge fallimentare del 1942 detterà infatti una serie di disposizioni generali sulla liquidazione coatta amministrativa (che resterà per altri aspetti disciplinata dalle singole leggi speciali) il cui archetipo è costituito proprio dalle disposizioni sulla liquidazione contenute nella l.b. del 1936-38.

H) A chiusura del sistema viene prevista una disciplina sanzionatoria di tipo sia penale (nella quale spiccano i reati di eser-

[229] Secondo Gigliobianco, *Via Nazionale* cit., pp. 225 s., Menichella non solo può considerarsi «uno dei principali artefici della legge nel suo complesso», ma diede un contributo particolarmente consapevole proprio alla parte sulle procedure di crisi, portandovi la propria esperienza, intensa, di risanatore e liquidatore di banche. BIS, crisi delle banche cattoliche, interventi dell'Istituto di liquidazioni, creazione e gestione dell'IRI sono tutti eventi in cui il braccio destro di Beneduce aveva svolto un ruolo fondamentale.

cizio abusivo dell'attività bancaria, mendacio bancario e aggiotaggio specifico) che amministrativo. Quest'ultima è basata su sanzioni amministrative pecuniarie che possono essere inflitte (con provvedimento del ministro autorizzato dal Comitato su riferimento dell'Ispettorato) sia per l'inosservanza di specifiche disposizioni della l.b. che «per l'inosservanza o per la mancata esecuzione delle disposizioni generali e particolari che l'Ispettorato ha la facoltà di impartire» (art. 84). Contro il provvedimento sanzionatorio è ammesso il reclamo alla Corte d'appello di Roma che decide «in Camera di consiglio, sentito il Pubblico Ministero, mediante decreto motivato, non soggetto ad alcun gravame» (art. 87). Non manca la possibilità per l'Ispettorato: «Quando le infrazioni [...] derivino da gravi manchevolezze di direttori e funzionari», di invitare gli organi aziendali competenti ad adottare i provvedimenti disciplinari della sospensione dall'impiego e della risoluzione del rapporto (art. 88)[230].

Si ritiene interessante riportare i passaggi più significativi della presentazione della nuova legge fatta dal governatore Azzolini in sede di Relazione all'Adunanza generale degli azionisti del 31 marzo 1936:

La concezione posta alla base dell'attuale riforma è quella che la raccolta del risparmio fra il pubblico, sotto ogni forma, e l'esercizio del credito sono funzioni di interesse pubblico [...]. Difendere, infatti, il risparmio di un popolo sobrio e parsimonioso, qual è il popolo italiano, è nello stesso tempo un dovere morale ed una necessità economica dello Stato. Il deliberato riordinamento della nostra attrezzatura creditizia poggia, precisamente, come obiettivo fondamentale, sulla necessità di difendere il risparmio dei cittadini attraverso una disciplina che, razionalmente coordinando l'attività degli istituti di credito, eviti i pericoli di dispendiose concorrenze o di rischiose speculazioni, le quali frequentemente si tradussero in un danno rilevante per i risparmiatori o per i contribuenti. Pertanto, alla vigilanza sull'impiego del risparmio, dapprima esercitata mediante organi e criteri diversi, si sostituisce, in armonia con il principio unitario che ispira lo Stato fascista, una organizzazione altrettanto unitaria per la difesa del risparmio e per il controllo

[230] Tranne il potere da ultimo elencato, anche l'impianto sanzionatorio sarà trasfuso, con poche varianti, nel t.u.b. del 1993.

degli Istituti di credito e del mercato dei valori mobiliari, ossia un apposito organo dello Stato con a capo il Governatore della Banca d'Italia. [...] Lo Stato corporativo provvede, in tal modo, ad affermare il suo più alto interesse per la formazione del risparmio e per la sua intangibilità, e sgombra da soprastrutture e da esuberanze costose e dannose, l'organizzazione creditizia nazionale. Con l'attuazione della riforma, al sommo dell'ordinamento del credito sta l'Istituto di emissione quale "banca delle banche": si compie, così, l'evoluzione che già era negli intenti del mio eminente e compianto predecessore Bonaldo Stringher, evoluzione alla quale, d'altra parte, hanno costantemente teso le direttive da noi seguite. [...] Il carattere pubblico dell'azione della Banca deriva sia dall'importanza primaria del governo della moneta, come fattore dell'andamento politico economico generale, sia dal regime di monopolio legale in cui tale azione viene esercitata. L'Istituto che la svolge è posto al vertice di una gerarchia di aziende di credito, costituita nelle sue unità più importanti da enti di diritto pubblico; cosicché la trasformazione della sua personalità giuridica appare come riconoscimento della sua posizione e della natura del suo compito.

Se si depurano questi passaggi dalla retorica dell'epoca, che pur fortemente li condiziona, rimane l'acquisita consapevolezza della funzione di interesse pubblico del credito (che trova esplicita sanzione nella nuova legge), di una razionalizzazione della vigilanza destinata a operare oltre il regime che, in modo contingente, l'ha prodotta e dell'inevitabile assunzione della natura pubblica della Banca d'Italia che unisce alle funzioni di istituto di emissione quella di autorità di controllo di settore.

Non è questa la sede per approfondite disamine sulla filosofia di fondo della l.b. del 1936-38, che può considerarsi figlia di quelli che la storiografia ha definito «gli anni del consenso» al fascismo[231], e per affrontare problematiche che hanno impegnato a lungo la dottrina quali la sua consonanza con l'ideologia del regime[232] o, all'opposto, la sua neutralità in quanto strumento emi-

[231] R. De Felice, *Mussolini il duce: gli anni del consenso 1929-1936*, Torino 1974.

[232] Secondo Roselli, *Il governatore Vincenzo Azzolini* cit., pp. 143 ss., i tentativi di interferenza della politica nell'azione della vigilanza durante il periodo fascista non sono eccessivi e restano essenzialmente circoscritti all'ambito locale

nentemente tecnico (in altre parole la sua plurivalenza), il suo consentire la funzionalizzazione della banca e il suo utilizzo in funzione di programmazione o, invece, il salvaguardarne la natura essenzialmente imprenditoriale[233]. Ci basti aver ricordato i suoi contenuti e le sue caratteristiche fondamentali: la flessibilità, appunto, l'apertura a utilizzi plurimi, testimoniata proprio dalla possibilità della dottrina di giungere a conclusioni diverse e spesso opposte circa la sua ispirazione di base e della prassi di utilizzarla nelle circostanze più disparate facendone uno strumento duttile, passato pressoché indenne dall'ordinamento fascista con la sua economia autarchica e di guerra a quello repubblicano per inserirsi poi, tutto sommato armoniosamente, nel contesto comunitario, permeando di alcune sue caratteristiche lo stesso t.u.b. del 1993.

Importante è rammentare che, come si è già accennato, al 1936 risale anche il potenziamento del Servizio studi con l'assunzione di alcuni giovani economisti di valore, fra i quali Paolo Baffi, dato che «si immaginava che gli "Studi" avrebbero dovuto svolgere compiti di ricerca economica anche per l'Ispettorato»[234].

Parallelamente alla sistemazione della legislazione bancaria degli anni Venti e degli anni Trenta anche la normativa valutaria conosce una nuova fase, «caratterizzata dall'affermazione dei principi autarchici propri del regime fascista e dal conseguente ripristino del monopolio dei cambi, reso anzi più forte negli anni trenta»[235]. Questa attitudine si inserisce tuttavia in una tendenza non solo italiana. È stato infatti notato come:

[...] il vortice monetario esplose negli anni Venti e indusse, in tutto il mondo, al ricorrere a metodi di controllo dirigistico delle economie nazionali che, sperimentati per la prima volta nel corso della prima guer-

dove si riscontra una certa resistenza campanilistica nei confronti dell'opera di razionalizzazione imperniata sull'accorpamento di banche di dimensioni minori.

[233] Su queste tematiche sia consentito rinviare, per tutti, a Belli, *Legislazione* cit., pp. 166 ss.

[234] Cfr. E. Tuccimei, *La ricerca economica a Via Nazionale. Una storia degli "Studi" da Canovai a Baffi*, Banca d'Italia - Quaderni dell'Ufficio Ricerche Storiche, 9, settembre 2005, p. 10.

[235] Roversi Monaco, Lugaresi, *Analisi degli strumenti normativi* cit., p. 14.

ra mondiale, i governi degli anni Venti avevano sperato di poter abbandonare ma che poterono rimettere in vigore senza difficoltà negli anni Trenta, spinti dal precipitare degli eventi. Gli anni Trenta videro così il ritorno generalizzato ai controlli valutari, il crollo del libero commercio internazionale con la conseguente riorganizzazione del medesimo su basi bilaterali strettamente regolate dai governi e l'imposizione quasi ovunque di rigorose regole di controllo dell'attività bancaria che tentarono, con successo, di impedire l'instabilità che la medesima tendeva a manifestare, se lasciata ad operare liberamente[236].

Già con il r.d.l. 29 agosto 1925, n. 1508 (*Disciplina del Commercio dei cambi*)[237] viene attribuita al governo la facoltà di emanare norme con valore di legge nel settore valutario. Vengono quindi emanati il r.d.l. 14 novembre 1926, n. 1923, che stabilisce alcuni divieti in materia di importazioni ed esportazioni, e il r.d.l. 7 agosto 1927, n. 1446 (*Estensione dei poteri di cui al R. decreto-legge 29 agosto 1925, n. 1508, a tutti i provvedimenti necessari per la difesa della valuta nazionale*)[238], che conferisce al governo pieni poteri in materia valutaria.

Dopo un effimero ritorno alla libertà valutaria, con il r.d. 12 marzo 1930, n. 125 (*Ripristino della libertà di commercio dei cambi*)[239], già l'anno successivo il peggioramento della situazione a livello internazionale porta a un nuovo giro di vite. Fra fine luglio e fine settembre 1931, infatti, molti paesi (fra i quali Canada, Danimarca, India, Regno Unito, Norvegia e Svezia) abbandonano il *gold standard* e adottano restrizioni di vario tipo sul commercio delle divise. In questo contesto, il r.d.l. 29 settembre 1931, n. 1207[240], autorizza il ministro per le Finanze «ad emana-

[236] M. De Cecco, *Liberalizzazione valutaria: riflessioni di un economista*, in Predieri (a cura di), *La nuova legislazione valutaria* cit., p. 91. L'interesse del passaggio risiede nell'accostamento fra legislazione valutaria e normativa bancaria guardate come due differenti aspetti di uno stesso fenomeno: il tentativo delle autorità di arginare le ondate di instabilità sul mercato delle valute e su quello del credito. Ciò si riflette, come si vedrà, su alcune caratteristiche comuni ai due plessi normativi.

[237] In G.U., 1° settembre 1925, n. 202.

[238] In G.U., 18 agosto 1927, n. 190.

[239] In G.U., 13 marzo 1930, n. 60.

[240] In G.U., 30 settembre 1931, n. 226.

re norme per la disciplina del commercio dei cambi». Quest'ultimo, con d.m. 26 maggio 1934 (*Norme che regolano le operazioni in cambi e divise*)[241] – allo scopo di impedire movimenti speculativi – subordina la possibilità di effettuare le operazioni in cambi alla dimostrazione di concrete necessità industriali, commerciali o di viaggi all'estero. Il monopolio dei cambi viene formalmente reintrodotto con il r.d.l. 8 dicembre 1934, n. 1942, attuato con due d.m. di pari data[242] che prevedono l'obbligo di cessione di valute estere all'INCE. Ciò comporta una sospensione di fatto della convertibilità della lira dato che gli utenti non possono più detenere valute convertibili in oro. Segue la reintroduzione del monopolio dell'oro, anch'esso affidato all'INCE, ad opera del r.d.l. 14 novembre 1935, n. 1935 (*Disciplina del commercio dell'oro*)[243].

A chiusura del sistema si razionalizza e inasprisce l'apparato sanzionatorio[244] e si accentra quello di gestione amministrativa con l'istituzione della Sovrintendenza allo scambio delle valute, organo statale che accentra il commercio valutario avvalendosi dell'INCE[245], alla quale subentra il Sottosegretariato di Stato per gli scambi e le valute alle dirette dipendenze del capo del governo[246] – il cui titolare assume la presidenza dell'INCE in luogo del governatore[247] –, successivamente trasformato in Ministero[248].

È stato in proposito notato come:

La normativa emanata in questa seconda fase, pur essendo stata in seguito sostanzialmente superata, ha tramandato per molto tempo

[241] In G.U., 26 maggio 1934, n. 124.

[242] Pubblicati in G.U., 8 dicembre 1934, n. 288, straord.

[243] In G.U., 19 novembre 1935, n. 269.

[244] R.d.l. 5 dicembre 1938, n. 1928, *Norme per la repressione delle violazioni delle leggi valutarie* (in G.U., 29 dicembre 1938, n. 297), conv. in l. 2 giugno 1939, n. 739.

[245] R.d.l. 20 maggio 1935, n. 654. Non sfuggirà il parallelismo con l'Ispettorato per la difesa del risparmio che si avvale della Banca d'Italia.

[246] R.d. 29 dicembre 1935, n. 2186.

[247] R.d.l. 6 gennaio 1936, n. 104 e d.m. 4 marzo 1936. Sottolinea che si venne «così a troncare il suo [dell'INCE] rapporto di strumentalità con la Banca d'Italia», Mezzacapo, *Evoluzione normativa* cit., p. 499.

[248] R.d. 20 novembre 1937, n. 1928.

l'impostazione di fondo della disciplina valutaria, sia dal punto di vista contenutistico che da quello strutturale. Sotto il profilo dei contenuti emerge infatti un orientamento tendenzialmente vincolistico e non liberalizzatore [...]. Sotto il profilo della struttura rileva invece l'ingente utilizzazione delle fonti secondarie, cui veniva però attribuito di fatto valore primario in virtù di continue deleghe contenute in decreti legge e di un'assenza di norme sostanziali aventi forza e valore di legge[249].

Al riguardo si può osservare come questo carattere strutturale (preponderanza della fonte secondaria in ragione del tecnicismo della materia e dell'esigenza di pronto adattamento della disciplina alle mutevoli condizioni del mercato) sia condiviso dalla legislazione bancaria.

L'accentramento della politica valutaria non impedisce però un progressivo assottigliamento delle riserve che induce il governo a sospendere l'obbligo della Banca d'Italia di detenere una riserva minima pari al 40% della circolazione e degli altri impegni a vista[250]. «Le riserve auree perdevano, dunque, il loro collegamento con il volume della circolazione e conseguentemente mutavano le loro funzioni (e quelle dell'istituto che le amministrava) per divenire, quale ancor oggi sono, strumento di garanzia per far fronte agli squilibri della bilancia dei pagamenti»[251]. Anche nel secondo trimestre del 1939 forti interventi di politica valutaria non riescono ad arginare il deflusso di riserve auree della banca.

4. *La guerra, le ultime riforme del ventennio e il crollo del regime*

L'avventura bellica – nella quale, il 10 giugno 1940, il regime lancia improvvidamente il paese – viene finanziata con un consistente ricorso alla stampa di carta moneta e con l'emissione di titoli del debito pubblico (buoni novennali e ordinari). Si crea il c.d. «circuito di capitali» che, favorito dalla l.b. e dalla sua applicazione, consente al sistema bancario di consolidarsi. Esso funziona, grosso

[249] Roversi Monaco, Lugaresi, *Analisi degli strumenti normativi* cit., p. 15.
[250] R.d.l. 21 luglio 1935, n. 1293.
[251] Mezzacapo, *Evoluzione normativa* cit., p. 498.

modo, secondo il seguente schema: le spese belliche vengono pagate dallo Stato con emissioni di moneta che, a causa della scarsità di beni di consumo e di varie restrizioni (acquisto di determinati generi, distribuzione di dividendi), dal circuito delle imprese tende a rifluire nelle banche le quali sottoscrivono titoli di Stato lucrando lo *spread* rispetto ai meno remunerati depositi. Questi ultimi aumentano sensibilmente (nel 1945 di circa sette volte rispetto al 1938), più degli impieghi (che nello stesso periodo triplicano soltanto), dato che le imprese sfruttano in buona parte le capacità produttive esistenti. L'utilizzo del torchio della stampa consente così di moderare l'impiego di quello fiscale mentre l'inflazione viene, inizialmente, tenuta a bada anche grazie a un rigido sistema di controllo dei prezzi. Dalla fine del 1942 si verificano però gravi inconvenienti (aumento vertiginoso della domanda di biglietti con esaurimento delle scorte presso l'Istituto di emissione) e vengono adottate misure intese a diminuire la massa monetaria: sterilizzazione di parte degli incrementi dei depositi in conti indisponibili presso la Banca d'Italia, divieto di detenere depositi interbancari[252].

Nel 1942, con l'emanazione del nuovo codice civile[253], si perviene all'unificazione fra diritto civile e diritto commerciale[254]. L'attività bancaria viene classificata fra quelle di impresa (accanto a quella assicurativa) dalla norma che stabilisce l'obbligo di iscri-

[252] Queste due misure vengono adottate nel gennaio 1943. Sulla prima (che sarà revocata nel 1945 e può essere considerata il primo esempio di uso della riserva obbligatoria in funzione di politica monetaria) si tornerà fra breve. La seconda, che non riguardava i conti reciproci per servizi resi, i versamenti delle casse di risparmio e delle popolari presso i rispettivi istituti centrali e alcuni altri conti obbligatori per legge, sarà revocata nel 1962 da Carli. Su questo periodo, cfr. A. Caracciolo, *La Banca d'Italia fra l'autarchia e la guerra*, Roma-Bari 1992.

[253] R.d. 16 marzo 1942, n. 262.

[254] L'operazione comporta anche la nascita della legge fallimentare (r.d. 16 marzo 1942, n. 267), dato che le disposizioni in materia erano prima contenute nel Libro III del codice di commercio. Non si tratta tuttavia di una mera trasposizione ma di una vera e propria riforma basata su di una disciplina organica di procedure prima non esistenti ovvero regolate in scarne disposizioni sparse in singole leggi (concordato preventivo e fallimentare, amministrazione controllata, liquidazione coatta amministrativa) e su di un accrescimento dei poteri dell'autorità giudiziaria di governo della procedura. La riforma della l.f. operata nel 2005-06 può quindi in parte considerarsi un ritorno all'impostazione «privatistica» del codice di commercio.

zione nel registro delle imprese (art. 2195). Sempre al fine di stabilire l'obbligo di iscrizione in tale registro, nel nuovo codice trovano menzione anche quelli che la dottrina definirà enti pubblici economici[255], sorti copiosi durante il ventennio, attraverso i quali viene e verrà realizzato l'intervento dello Stato nell'economia.

Con la caduta del regime e la firma dell'armistizio (rispettivamente 25 luglio e 8 settembre 1943) il paese è diviso in due: il sud sotto il controllo degli alleati che provvedono anche a emettere direttamente carta moneta (le A.M. lire); il nord ove le forze armate tedesche puntellano la Repubblica Sociale Italiana. Il circuito dei capitali si interrompe bruscamente e l'inflazione scoppia: al sud, dove la massa delle A.M. lire non viene assorbita da un tessuto produttivo arretrato, è più virulenta rispetto al nord.

Ed è proprio al nord (ove viene subito decretata una moratoria sui depositi per far fronte a un'ondata di prelievi) che vengono trasferite, su richiesta tedesca, gran parte delle riserve auree della Banca d'Italia: 119 tonnellate che in parte rimangono a Fortezza, in Trentino (e saranno integralmente recuperate dopo il conflitto), in parte sono trasferite in Germania (e saranno recuperate per i 2/3 dopo complesse trattative con gli alleati)[256].

La divisione del paese si ripercuote sulla Banca d'Italia la cui amministrazione centrale viene spostata al nord (ottobre 1943) e affidata a un commissario straordinario (giugno 1944). Dal febbraio 1944 un regime commissariale viene instaurato anche per la parte dell'istituto operante nelle zone controllate dagli alleati, per poi cessare, nel gennaio 1945, con la nomina di Luigi Einaudi a governatore[257].

[255] Gli «enti pubblici che hanno per oggetto esclusivo o principale un'attività commerciale» (art. 2201).

[256] Su tale vicenda, che formerà oggetto di un procedimento penale a carico di Azzolini (con condanna in primo grado, applicazione dell'amnistia Togliatti e quindi piena assoluzione in Cassazione), cfr. S. Cardarelli, R. Martano, *I Nazisti e l'oro della Banca d'Italia. Sottrazione e recupero. 1943-1958*, Roma-Bari 2000.

[257] La nomina, da parte del governo Bonomi, dell'ormai anziano accademico piemontese, pubblicista prestigioso anche a livello internazionale – opta per questa carica (che lascerà definitivamente nel maggio 1948 avendo comunque assunto dal maggio 1947 un ruolo di primo piano nel quarto governo De Gasperi), in alternativa a quella di ambasciatore a Washington – già nominato senatore nel 1919, non compromesso con il fascismo (aveva sottoscritto, dopo

il 1925, il manifesto di Croce) e ora membro di diritto della Consulta (il che configura un'incompatibilità sospesa con d.lgs. lgt. 4 gennaio 1945, n. 1) e poi dell'Assemblea costituente, assume un chiaro senso di riscatto nazionale e di recupero della sovranità monetaria. Sulla sua figura, cfr., per tutti e senza pretesa di completezza: A. Bernardino, *Vita di Luigi Einaudi*, Padova 1954; R. Faucci, *Luigi Einaudi*, Torino 1986; Gigliobianco, *Via Nazionale* cit., pp. 193 ss. (come al solito ricco di moderni spunti storiografici); L. Firpo, *Bibliografia degli scritti di Luigi Einaudi (dal 1893 al 1970)*, Torino 1971; L. Conte, *La politica economica di Luigi Einaudi, 1945-1948*, in S. Magagnoli, E. Manna, L. Conte, *La formazione della Repubblica. Autonomie locali, regioni, governo, politica economica*, Bologna 1998, pp. 351 ss.; A. Giordano, *Il pensiero politico di Luigi Einaudi*, Genova 2006; P. Barucci, *Luigi Einaudi, governatore negli anni cruciali del dopoguerra*, in «Bancaria», n. 5, 2009, p. 116. Un attento studioso di politica internazionale ha ricordato come le lettere pubblicate da Einaudi sotto lo pseudonimo di «Junius» sul «Corriere della Sera» fra il 1918 e il 1919 (e pubblicate da Laterza nel 1920 con il titolo *Lettere politiche di Junius*), ove si criticava il progetto della Società delle nazioni e si ritenevano necessarie cessioni di sovranità ai fini della cooperazione internazionale, influenzarono profondamente Ernesto Rossi e Altiero Spinelli nella stesura del *Manifesto di Ventotene* (pubblicato a Roma nel 1944), con il quale si lancia il progetto di una federazione europea (S. Romano, *Europa. Storia di un'idea. Dall'Impero all'Unione*, Milano 2004, pp. 172 ss.). Einaudi tornerà sul tema dopo aver letto il *Manifesto di Ventotene* con alcuni interventi fra i quali il saggio *I problemi economici della federazione europea*, Lugano 1944 e l'articolo *Il mito dello Stato sovrano*, in «Il risorgimento liberale», 3 gennaio 1945 (ora leggibile in http://www.iisf.it/discorsi/einaudi/mito_s_s.htm), nel quale esplicitamente afferma: «Altra via d'uscita non v'è, fuor di quella di mettere accanto agli Stati attuali un altro Stato. Il quale abbia compiti suoi propri ed abbia un popolo "suo". Invece di una società di Stati sovrani, dobbiamo mirare all'ideale di una vera federazione di popoli, costituita come gli Stati Uniti d'America o la Confederazione Elvetica. Gli organi supremi, parlamento e governo, della confederazione non possono essere scelti dai singoli Stati sovrani, ma debbono essere eletti dai cittadini della confederazione. Esercito unico e confine doganale unico sono le caratteristiche fondamentali del sistema. Gli Stati restano sovrani per tutte le materie che non siano delegate espressamente alla federazione; ma questa sola dispone delle forze armate, ed entro i suoi confini vi è una cittadinanza unica ed il commercio è pienamente libero». Il perdurante interesse per il pensiero di Einaudi anche a livello internazionale è testimoniato dalla recente traduzione in lingua inglese di una selezione di suoi scritti a cura di L. Einaudi, R. Faucci, R. Marchionatti, *Luigi Einaudi Selected Economic Essays*, Basingstoke 2006. Cfr. in proposito l'intervento di Mario Draghi alla presentazione del volume, avvenuta a Londra il 17 ottobre 2006, *Luigi Einaudi e la libertà economica*, nel quale la visione einaudiana di una vigilanza rispettosa delle regole di mercato viene riproposta in chiave attuale. L'intervento è in http://www.bancaditalia.it/interventi/integov. Ampi stralci sono editi in «Il Sole 24 Ore», 18 ottobre 2006, p. 11. Il 13 maggio 2008, in occasione dell'apertura della mostra *L'eredità di Luigi Einaudi*, è stato organizzato dalla Banca d'Italia a Roma un convegno dal titolo *Luigi Einaudi. Libertà economica e coesione sociale*, i cui atti sono stati raccolti in un libro dal medesimo titolo, curato da A. Gigliobianco, Roma-Bari 2010.

Nel novembre 1944 parte per Washington una delegazione italiana (formata da Raffaele Mattioli, Enrico Cuccia, Quinto Quintieri, Mario Morelli ed Egidio Ortona), per una missione a carattere tecnico, sollecitata dal segretario di stato statunitense Cordell Hull, avente lo scopo di illustrare la situazione italiana al Dipartimento del Tesoro e al Congresso. La delegazione, che affronta anche i temi degli aiuti per l'imminente ricostruzione postbellica e delle A.M. lire, si conclude nella primavera del 1945.

5. *Il «nuovo» ordinamento creditizio e valutario e la Costituzione repubblicana*

Con r.d. 9 agosto 1943, n. 721, viene soppresso il Comitato corporativo centrale, che aveva il compito di dettare direttive di politica economica al Comitato dei ministri mentre, con d.lgs. lgt. 14 settembre 1944, n. 226, viene abolito anche l'Ispettorato per la difesa del risparmio e le sue attribuzioni sono conferite al Ministero del tesoro al quale vengono devolute anche quelle demandate dalla l.b. al Comitato dei ministri e al capo del governo (art. 1). Con lo stesso provvedimento viene stabilito che: «La vigilanza [...] è delegata alla Banca d'Italia che la eserciterà a mezzo di proprio personale tecnico, salva sempre la facoltà al ministro per il Tesoro di disporre, nei casi in cui lo riterrà opportuno, dirette ispezioni avvalendosi del personale proprio» (art. 2).

Terminata la *pars destruens*, si pone ben presto mano alla *pars construens*: con d.lgs. c.p.s. 17 luglio 1947, n. 691, viene infatti istituito (in luogo del soppresso Comitato di ministri) il Comitato interministeriale per il credito e il risparmio (CICR), «al quale spetta l'alta vigilanza in materia di tutela del risparmio, in materia di esercizio della funzione creditizia e in materia valutaria» (art. 1)[258]. All'atto della sua istituzione il CICR «è composto del Ministro per il tesoro che lo presiede, e dei Ministri per i lavori

[258] Sul d.lgs. c.p.s. n. 691/1947, che viene presentato e discusso alla Commissione finanze e tesoro della Costituente prima di essere approvato dal governo, cfr. il commento di G. Sangiorgio (art. 1), F. Belli (artt. 2 e 3), P. De Vecchis (artt. 4 e 5), M. Clarich (art. 6), M. Rispoli Farina (art. 7), in Capriglione, Mezzacapo, *Codice commentato* cit., II, pp. 1232 ss.

pubblici, per l'agricoltura e foreste, per l'industria e commercio, per il commercio con l'estero».

Il raccordo con la vigilanza viene curato tramite la partecipazione (senza diritto di voto) del governatore alle sedute del CICR. Per l'esercizio in concreto della supervisione bancaria il CICR si avvale della Banca d'Italia «alla quale sono devolute [quindi direttamente e non più per delega del Tesoro] le funzioni del cessato ispettorato per la difesa del risparmio e l'esercizio del credito». Le attribuzioni già proprie del capo dell'Ispettorato sono ora conferite al governatore, il quale le «esercita secondo le direttive» del CICR (art. 2).

L'attribuzione diretta della vigilanza alla Banca d'Italia è uno dei punti più qualificanti del nuovo assetto istituzionale analizzato nei suoi aspetti formali (nella sostanza poco cambia atteso il ruolo marginale che l'Ispettorato aveva di fatto avuto). In proposito non sarebbe nemmeno troppo corretto dire che la Banca d'Italia recupera la titolarità diretta della funzione di vigilanza che le era stata attribuita dalla l.b. del 1926, dato che il tipo di controllo che quest'ultima legge prevedeva era ben diverso (per intensità e strumenti) da quello della l.b. del 1936 e che, nel sistema del 1926, molti dei poteri di vigilanza erano attribuiti direttamente al ministro delle Finanze (tenuta albo, autorizzazioni) mentre alla banca spettava un potere di supervisione generale e ispettivo.

I provvedimenti in materia di vigilanza che la l.b. del 1936-38 originariamente attribuiva al Comitato dei ministri sono ora «emanati con decreto del ministro del Tesoro, sentito, ove non ricorrano ragioni di urgenza, il Comitato interministeriale»[259]. La prassi andrà via via instaurando una diarchia ministro del Tesoro presidente del CICR-Banca d'Italia, atteso che il requisito dell'urgenza sarà ritenuto sussistere pressoché sempre, data la natura del CICR di organo che non siede in permanenza. Le funzioni di quest'ultimo saranno piuttosto di tipo normativo: emanazione delle direttive per le *Istruzioni di vigilanza* ex art. 32 l.b. anche se, in concreto, la produzione di queste *guidelines*, ricon-

[259] Ma anche la l.b., nella versione originale, prevedeva che in caso di urgenza i provvedimenti del Comitato potevano essere adottati dal capo del governo al quale spettava direttamente anche l'emanazione di talune misure.

ducibili alla funzione di alta vigilanza, farà capo alla Banca d'Italia che fornirà anche il personale per la segreteria del CICR.

In ragione dell'attribuzione diretta della vigilanza alla Banca d'Italia viene anche affrontato il problema del conflitto di interesse insito nei suoi assetti proprietari stabilendo che «Il Consiglio superiore [indiretta espressione dei detentori delle quote di partecipazione al capitale dell'istituto] non ha ingerenza» nelle materie attribuite al CICR.

La dottrina appare abbastanza concorde nell'escludere (in base a una pluralità di argomenti) un rapporto di gerarchia (ancorché impropria) fra CICR e Banca d'Italia – o fra Comitato e governatore[260] – notando come: «Nel nuovo modello organizzativo, ministro del tesoro e governatore appaiano ormai come soggetti equiordinati»[261].

È interessante osservare come il d.lgs. c.p.s. n. 691/1947 si chiuda con una disposizione (a metà fra la delega al governo e la dichiarazione programmatica) secondo la quale «sarà provveduto alla raccolta, in testo unico, delle disposizioni riguardanti la materia della difesa del risparmio e della disciplina della funzione creditizia» (art. 7). Com'è noto la norma, che sembra testimoniare la volontà di procedere a un testo unico di tipo prevalentemente compilativo più che a un vero e proprio superamento della l.b., resterà priva di attuazione e bisognerà attendere 45 anni prima che la frammentarietà del quadro normativo (già avvertita nel 1947) sia superata dal t.u.b. del 1993.

Facendo un salto in avanti di una ventina di anni, può notarsi come l'architettura di vertice della vigilanza disegnata nel 1947 venga completata con il d.p.r. 30 marzo 1968, n. 626, che, nell'am-

[260] Sulla figura del governatore nell'ambito del nuovo assetto istituzionale, cfr. F. Trimarchi, *Il Governatore della Banca d'Italia*, in «Banca borsa», I, 1970, p. 1. Per un esame di insieme del nuovo assetto istituzionale, particolarmente significativo perché compiuto alla vigilia dei cambiamenti introdotti dal t.u.b. del 1993 (e quindi con la consapevolezza dell'effettivo funzionamento del modello), cfr. F. Belli, *Commento artt. 2 e 3 d.lgs. c.p.s. n. 691/1947*, in Capriglione, Mezzacapo, *Codice commentato* cit., II, pp. 1253 ss. Sul punto, cfr. anche G. Sangiorgio, *Profilo istituzionale della disciplina pubblicistica del credito*, Banca d'Italia, «Quad. ric. giur.», n. 14, Roma 1987; Id., *Le autorità creditizie e i loro poteri*, Banca d'Italia, «Quad. ric. giur.», n. 27, Roma 1992.

[261] Cfr. Belli, *Commento* cit., p. 1273.

bito di un riassetto dei Comitati interministeriali con competenze in materia economica, funzionale a un'efficace attuazione della programmazione, stabilisce che nell'esercizio delle proprie attribuzioni il CICR si attenga «alle direttive generali del Comitato interministeriale per la programmazione economica per la ripartizione globale dei flussi monetari tra le varie destinazioni, in conformità alle linee di sviluppo fissate dal programma economico nazionale».

Anche in materia valutaria la caduta del regime comporta delle modifiche organizzative, «mentre la parte sostanziale della disciplina valutaria rimane praticamente inalterata»[262]. Il r.d. 2 giugno 1944, n. 150, sopprime il Ministero per gli scambi e le valute e ripartisce le sue attribuzioni fra i Ministeri delle finanze e dell'industria. Il d.lgt. 22 giugno 1944, n. 154, ricostituisce invece il Ministero del tesoro al quale vengono poi trasferite le attribuzioni in materia valutaria del Ministero delle finanze (d.lgt. 5 ottobre 1944, n. 310). Con d.lgs. lgt. 17 maggio 1945, n. 331, viene eliminato anche l'INCE e le relative attribuzioni vengono conferite a un nuovo ente, l'Ufficio italiano cambi (UIC), la cui presidenza viene affidata al governatore della Banca d'Italia: viene così ripristinato, tramite il collaudato meccanismo dell'unione personale, quel collegamento che aveva subito una cesura nel 1936 con la creazione del Sottosegretariato di Stato per gli scambi e le valute. Permangono tuttavia i monopoli dei cambi e della negoziazione dell'oro anche se vengono introdotte delle modifiche nei meccanismi di cessione delle valute[263] e nella regolamentazione degli investimenti esteri in Italia[264]. Dal punto di vista del più ampio contesto internazionale è stato notato come:

Il sistema economico internazionale fu così ricostruito avendo come primo obiettivo l'aumento degli scambi delle merci, come obiettivo

[262] Roversi Monaco, Lugaresi, *Analisi degli strumenti normativi* cit., p. 15, con riferimento a quella che gli autori individuano come terza fase della normativa valutaria.

[263] In un primo momento con il d.lgt. 26 marzo 1946, n. 139, e con il d.l. c.p.s. 28 novembre 1947, n. 1347, e poi con il d.l. 28 luglio 1955, n. 586, conv. in l. 26 settembre 1955, n. 852.

[264] D.lgt. 2 marzo 1948, n. 211; l. 7 febbraio 1956, n. 43; d.p.r. 6 luglio 1956, n. 758.

meno immediato l'aumento dei flussi internazionali di investimenti e uomini e come obiettivo negativo la repressione dei movimenti speculativi di capitale a breve. Si continuò pertanto a far uso, per buona parte del dopoguerra, delle restrizioni valutarie instaurate dai governi nazionali durante la guerra, dato che un sistema di controllo più efficiente dei movimenti di capitale a breve, che comportava una attiva collaborazione tra governi dei paesi che perdevano capitali e governi dei paesi verso cui i capitali si dirigevano risultò impossibile[265].

Vale la pena ricordare brevemente il dibattito svoltosi in sede di lavori per Assemblea costituente sul nuovo assetto istituzionale del credito[266]. In estrema sintesi può dirsi che, dopo la soppressione, nel 1943-44, dell'apparato corporativo, scartata l'idea (patrocinata dall'ABI) di istituire un Comitato tecnico consultivo che (riecheggiando il *Conseil National du Crédit* istituito nel 1945 in Francia) avrebbe dovuto costituire un'istanza di raccordo fra la categoria e le autorità di controllo (ma che probabilmente ricordava troppo il Comitato tecnico corporativo che peraltro non aveva svolto un'azione particolarmente incisiva), prevale la scelta di accorpare le funzioni di vigilanza nella Banca d'Italia (piuttosto che nel Tesoro) che:

[265] De Cecco, *Liberalizzazione valutaria* cit., p. 92.

[266] Esso emerge fedelmente da due documenti di eccezionale interesse: Ministero per la Costituente, *Rapporto della Commissione economica* (presentato all'Assemblea), IV Credito e Assicurazioni, I Relazione e II, Appendice (Interrogatori, Questionari, Monografie), Roma 1946. Il primo volume costituisce un'accurata e approfondita analisi (oltre 400 pagine) dei problemi della vigilanza e del mercato del credito effettuata con ampio respiro storico e aderenza alla situazione di fatto. Nell'ambito della Sottocommissione credito (coordinata da G. Di Nardi) esso fu curato da: M. Braidotti, G. Calabresi, A. Calvano, L. Cerini, L. Corbi, A. De Gregorio, G. Di Nardi, G. Ottavini, P. Pagliazzi, G.U. Papi, G. Parravicini, C. Ruini, T. Torrioni. Il secondo volume è articolato in tre parti: la prima contiene il resoconto delle audizioni di ben 43 esperti (accademici, esponenti delle autorità di controllo, dirigenti bancari e industriali); la seconda le risposte a 30 questionari su altrettanti diversi temi, compilati da esperti, esponenti bancari e rappresentanti dell'ABI; la terza 5 monografie opera di altrettanti studiosi. I temi fondamentali di quel dibattito sono riassunti anche da P. Barucci, A. Pavarin, *Gli economisti italiani e la banca fra il Risorgimento e la Costituente*, in Cova, La Francesca, Moioli, Bermond (a cura di), *Storia d'Italia. La Banca* cit., pp. 85 ss.; F. Lavista, *Programmazione economica e banca pubblica (1946-1990)*, in Conte (a cura di), *Le Banche e l'Italia* cit., pp. 176-183.

sembra la più confacente alla esigenza della unicità ed economicità dell'azione di controllo [poiché] Troppa distanza intercorre tra le abitudini di lavoro di un organo ministeriale e le esigenze di prontezza e decisione volute dall'attività creditizia. [...] Invero, il pubblico controllo del credito, perché renda i servigi che da esso si attendono di tutela del risparmio e di garanzia di un sano esercizio del credito, senza generare per converso altri inconvenienti, deve essere innanzitutto realizzato con criteri essenzialmente tecnici e attuato con snellezza e rapidità di visione e di azione[267].

Accentrata la vigilanza presso un soggetto eminentemente tecnico, il raccordo con l'istanza politica viene creato distinguendo la vigilanza stessa dalla direzione del credito (o «alta vigilanza» come ormai la definisce il d.lgs. c.p.s. n. 691/1947) e affidandola al CICR che, nel nuovo ordinamento, avrebbe dovuto comunque far parte, in quanto «articolazione» del governo, del circuito democratico. Se nel tempo si avrà una prevalenza dell'istanza tecnica su quella politica, una specie di «cattura» (in senso positivo) della seconda da parte della prima e una certa (inevitabile) tendenza a non distinguere chiaramente i confini fra «alta vigilanza» e normale supervisione, può ben dirsi che questo fosse uno scenario già scontato (se non auspicato) in sede costituente dato che era stato puntualmente rilevato come ciò fosse accaduto anche sotto il fascismo, dopo l'emanazione della l.b. del 1936-38[268].

Non molti dubbi si hanno sull'opportunità di mantenere la l.b. del 1936-38, dato che l'analisi rivolta al passato riconosce che:

[267] *Rapporto della Commissione economica* cit., I, pp. 22 s. Sull'attribuzione diretta della vigilanza alla Banca d'Italia, cfr. anche M.S. Giannini, *Sulla natura giuridica e sulle attribuzioni della Banca d'Italia*, in «Banca borsa», II, 1949, p. 357, che tende a ragionare in termini di inglobamento dell'Ispettorato da parte della banca.

[268] Dalle «[...] risultanze degli otto anni di attività del Comitato dei ministri e dell'Ispettorato» emerge infatti che: «Nella ingerenza dei due organi del settore del credito, e nelle relazioni fra direzione e vigilanza del credito si è avuto un rovesciamento delle posizioni: il Comitato dei ministri, anziché funzionare quale "preposto" all'Ispettorato fu da tale organo guidato nelle iniziative e nella soluzione delle questioni poste al suo esame e, sia perché mancante della capacità tecnica per formulare giudizi, impartire direttive, influenzare o dirigere l'attività creditizia, sia perché preferì non intervenire, il Comitato svolse in prevalenza una formale azione di vigilanza di grado superiore [...]», *Rapporto della Commissione economica* cit., I, pp. 7 s.

Assai ampio è il campo di intervento pubblico previsto dalla legge e correlativamente ampi sono i poteri discrezionali da essa riconosciuti al Comitato dei ministri e all'Ispettorato del credito. Al tempo stesso è consentita una grande elasticità di applicazione, talché la pratica attuazione della legge può oscillare, sempre restando nell'ambito delle disposizioni, dall'esercizio di una semplice vigilanza ad una rigida direzione e pianificazione del credito[269].

Per il futuro si ritiene d'altronde che: «L'esercizio da parte dell'istituto di emissione della vigilanza diretta del settore creditizio dovrebbe [...] essere munito di adeguate facoltà normative e discrezionali» e, pur riconoscendo che «Il limite di queste facoltà discrezionali non è agevole da tracciarsi [...] sembra [...] che [...] debbano essere devolute all'istituto di emissione tutte le facoltà demandate dalla legge del 1936 al soppresso Ispettorato del credito [...]»[270].

Il punto di vista prevalente viene sintetizzato da un'efficace metafora del presidente della Commissione dei 75 (incaricata dalla Costituente di elaborare la Carta costituzionale) Ruini il quale paragona la l.b. del 1936 ai ponti sul Tevere costruiti dal fascismo, che nessuno si sognava di abbattere.

Questa breve ricostruzione ci porta a concordare con quella parte (maggioritaria) della dottrina secondo la quale «gli elementi di continuità fra l'ordinamento creditizio originario e quello riformato sopravanzano, tutto sommato, quelli di cesura»[271], rispetto a chi, valorizzando l'attribuzione diretta della vigilanza

[269] *Ibid.*

[270] Ivi, pp. 24 s.

[271] Cfr. F. Belli, *Commento* cit., p. 1253. Secondo tale autore (al quale si rinvia per ulteriori indicazioni bibliografiche su tale dibattito) «si registra una (sensibile) rottura formale nell'ambito di una (altrettanto sensibile) sostanziale continuità e ciò è dovuto al fatto che le innovazioni introdotte nel 1947 in gran parte prendono le mosse dalla prassi attuativa dei primi anni di vigenza della riforma ponendosi a "normativizzazione" di tale prassi». La cornice di continuità garantita dalla l.b. del 1936-38 viene sottolineata anche dalla storiografia economica. È stato infatti notato che, nel dopoguerra, «il sistema creditizio riprende pienamente le sue funzioni sulla base della specializzazione funzionale sancita dalla legge del 1936» affrontando, negli anni Cinquanta, «una fase nuova commista di dirigismo e di liberismo», La Francesca, *Il sistema bancario* cit., pp. 127 e 130.

alla Banca d'Italia, tende invece a interpretare l'intervento del 1947 in termini di «riprivatizzazione» del sistema bancario.

La questione della nazionalizzazione della Banca d'Italia viene affrontata e discussa in contrapposizione con l'opposta opzione della riprivatizzazione della natura giuridica dell'istituto[272]. Prevale la tendenza al mantenimento dello *status quo* in quanto «con la riprivatizzazione, in un ambiente come il nostro, inevitabilmente la politica della Banca d'Italia devierebbe per interessi privati; mentre con la statizzazione essa diventerebbe organo dello stato, perdendo la sua autonomia». Si ritiene inoltre che quest'ultima opzione «aumenterebbe i poteri di ingerenza delle forze politiche nella distribuzione del credito e renderebbe assai più faticosa la difesa del cambio»[273].

Quanto al quesito:

> Se la Carta costituzionale debba affermare principi relativi all'ordinamento dell'Istituto di emissione, [si rileva che] la maggior parte delle opinioni è di avviso contrario, sostenendo che tale materia bisogna lasciarla alla competenza degli ordinari organi legislativi, ai quali spetta il compito di regolarla secondo le mutevoli esigenze storiche. [...] Sembra tuttavia raccomandabile che nella carta costituzionale sia affermato il principio che l'istituto di emissione ha il preciso dovere di difendere il valore della moneta e che il rispetto di tale principio sia circondato delle più ampie garanzie costituzionali[274],

[272] Cfr. *Rapporto della Commissione economica* cit., II, Questionario n. 5, dom. 1: «Deve permanere l'attuale figura giuridica della Banca d'Italia oppure deve essere modificata verso la statizzazione o verso la riprivatizzazione? Per quali motivi?», p. 330.

[273] *Rapporto della Commissione economica* cit., I, pp. 62 s. È interessante notare come, di fronte all'ipotesi di nazionalizzazione, si mostrino più preoccupati gli industriali (cfr. risposta del direttore dell'Associazione industriali G. Alivia, secondo il quale: «La statizzazione della Banca d'Italia metterebbe l'Istituto al servizio della politica con grave pericolo per l'economia nazionale, che si governa in gran parte in modo indipendente dall'indirizzo politico dello Stato», *Rapporto della Commissione economica* cit., II, p. 335) che non i banchieri, alcuni dei quali mostrano chiaramente di preferire tale soluzione (ivi, risposte di L. Sartori, vicedirettore del Banco San Marco di Venezia, p. 336; Banco Ambrosiano e Banca piccolo credito bergamasco, p. 341).

[274] *Rapporto della Commissione economica* cit., I, p. 78.

auspicio questo caduto nel vuoto. Anche alla domanda «sull'opportunità che nella carta costituzionale vengano inclusi alcuni principi ed alcune norme generali sul controllo del credito», vengono date «risposte in prevalenza contrarie a una disciplina giuridica diversa da quella ordinaria». Sul punto la relazione chiude notando che:

> Consigliabile sarebbe, invero, una esplicita enunciazione nella carta costituzionale, che sancisca il carattere di pubblico interesse che riveste la funzione di intermediazione del credito, carattere già riconosciuto dalla legge del 1936, e conseguentemente stabilisca la necessità di ordine economico e sociale di tutelare il regolare esercizio di tale funzione mediante pubblico controllo[275].

Ed è proprio da tale auspicio che sorgerà poi l'art. 47, comma 1, Cost., secondo il quale: «La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito»[276].

Nell'aprile 1946 viene data l'autorizzazione a svolgere l'attività bancaria alla Banca di credito finanziario di Milano, che diverrà poi Mediobanca[277].

[275] Ivi, p. 37.

[276] Su tale fondamentale disposizione, cfr. F. Merusi, in *Commentario Cost. Branca*, *Rapporti economici artt. 45-47*, Bologna-Roma 1980, p. 153, secondo il quale «si può affermare che la banca centrale è un organo costituzionale, dotato anche di poteri amministrativi» (ivi, p. 168). A livello comparatistico è stato di recente osservato come «l'Italia è uno dei pochi paesi, almeno nel contesto europeo, in cui la tutela del risparmio trova esplicito riconoscimento a livello costituzionale», G.C. Feroni, *Tutela del risparmio e vigilanza sull'esercizio del credito. Un'analisi comparata*, Torino 2011, p. 1. Un'altra norma fondamentale per la stabilità della moneta può essere considerato l'art. 81 Cost. (introdotto essenzialmente per volere di Einaudi che intende così porre un argine alla spesa pubblica), secondo il quale con la legge di bilancio non si possono introdurre nuovi tributi e nuove spese e ogni altra legge che comporti nuove spese deve indicare i mezzi per farvi fronte.

[277] D.m. 29 aprile 1946. Su di essa, cfr. S. Battilossi, *L'eredità della banca mista. Sistema creditizio, finanziamento industriale e ruolo strategico di Mediobanca, 1946-1956*, in «Italia contemporanea», n. 185, 1991; N. Colajanni, *Un uomo, una banca 1946-1991: storia di Enrico Cuccia e della prima Mediobanca*, Milano 2000; G. Piluso, *Mediobanca. Tra regole e mercato*, Milano 2005; L. Segreto, *Il caso Mediobanca*, in Cova, La Francesca, Moioli, Bermond (a cura di), *Storia d'Italia. La Banca* cit., pp. 785 ss.

Con il d.l. c.p.s. 23 agosto 1946, n. 370, vengono poi estese gran parte delle norme della l.b. «Agli istituti o enti non compresi fra quelli indicati nell'art. 41 [della l.b.] [...], che risultano costituiti alla data di entrata in vigore del presente decreto o che si costituiscano successivamente con lo scopo della raccolta del risparmio a medio e lungo termine [...]», fra i quali rientra quindi anche la futura Mediobanca.

Chiamato Einaudi a far parte, nel maggio 1947, del quarto governo De Gasperi, l'opera di stabilizzazione monetaria viene di fatto affidata a Donato Menichella[278], che riesce a spegnere la vampata inflazionistica (aumento dei prezzi di oltre il 100% fra il 1946 e il 1947) essenzialmente attraverso l'utilizzo della ROB[279]. In tal modo un istituto di vigilanza viene impiegato con successo per perseguire finalità di politica monetaria[280].

[278] Il quale viene nominato direttore generale della Banca d'Italia il 19 aprile 1946 e governatore il 7 agosto 1948.

[279] Con delibera del CICR del 4 agosto 1947 (significativamente intitolata *Provvedimenti per la Regolazione quantitativa del credito bancario*) viene inizialmente stabilito un obbligo di riserva (da assolvere in contanti o in titoli di Stato) pari al 20% di quella quota dei depositi che superi l'ammontare di dieci volte il patrimonio con incrementi successivi commisurati alle variazioni dei depositi stessi entro un tetto massimo rapportato alla consistenza di questi ultimi. Sulla stabilizzazione finanziaria, cfr. S. Ricossa, E. Tuccimei, *La Banca d'Italia e il risanamento post-bellico. 1945-1948*, Roma-Bari 1992, pp. 39 ss.; J.C. Martinez Oliva, *La stabilizzazione del 1947. Fattori interni e internazionali*, Banca d'Italia - Quaderni dell'Ufficio Ricerche Storiche, 13, dicembre 2006; Barucci, *Luigi Einaudi, governatore* cit., che si sofferma sui ritardi derivanti dai condizionamenti politici e sulla diversa percezione del rischio inflazionistico da parte di Einaudi e di Menichella.

[280] La possibilità di «adottare mezzi inusitati per il nostro Paese», al fine di scoraggiare l'accumulo speculativo di scorte finanziato mediante il ricorso al credito, viene ventilata da Menichella nel corso di un intervento all'Assemblea dell'ABI del 18 gennaio 1947 nel quale il banchiere centrale fa un resoconto della missione appena conclusa negli Stati Uniti insieme a De Gasperi che frutta all'Italia un prestito di 100 milioni di dollari della Export-Import Bank (una sintesi dell'intervento è edita in Ricossa, Tuccimei, *La Banca d'Italia e il risanamento* cit., p. 389). In proposito Baffi noterà poi che: «Con questi accenni, l'obbligo introdotto dal legislatore del 1926 al fine di proteggere la solvibilità della singola banca veniva collocato per la prima volta, dall'autorità tutoria, in un'ottica macroeconomica di controllo del volume globale del credito», P. Baffi, *Testimonianze e ricordi*, Milano 1990, p. 84. In realtà, come si è anche brevemente accennato, un precedente di sterilizzazione di parte degli incrementi dei depositi in conti indisponibili presso la Banca d'Italia al fine di porre argine a un abnorme incremento della massa monetaria lo si era avuto con provve-

La strada per la ricostruzione, che verrà facilitata da consistenti aiuti da oltre Atlantico[281], appare ormai tracciata[282].

Sul finire del 1947, vengono reimpostate su di una base di maggior rigore le relazioni finanziarie fra Tesoro e Banca d'Italia, attenuando la dipendenza della banca centrale dallo Stato. Viene infatti stabilito che le anticipazioni effettuate dalla Banca debbano essere comunque autorizzate da un provvedimento legislativo che ne fissi l'importo e viene fissato un tetto (sia in cifra assoluta che come percentuale parametrata all'ammontare delle spese risultanti dal bilancio preventivo) al saldo debitorio del conto corrente per il servizio di tesoreria provinciale[283].

dimenti del gennaio-febbraio 1943 (poi abrogati nel 1945) che non avevano però avuto successo essenzialmente a causa della circostanza che essi colpivano solo le banche con raccolta superiore a 100 milioni di lire. È logico dedurre che Menichella avesse ben presente questo precedente quando, nella seconda metà del 1947, si fa promotore dell'uso della riserva obbligatoria in funzione antinflazionistica. È interessante osservare come entrambi gli interventi, pur in un differente contesto istituzionale, trovassero probabilmente la loro base giuridica nell'art. 32, comma 1, lett. *f*, l.b. del 1936.

[281] La prima ondata di aiuti è sotto l'egida del programma delle Nazioni Unite di assistenza alle nazioni colpite dalla guerra (UNRRA), che accorda all'Italia due finanziamenti (nel marzo 1945 e nel gennaio 1946) e termina nel giugno 1947. Ad esso seguono i programmi di assistenza statunitensi denominati AUSA (luglio-dicembre 1947), Interim Aid (gennaio-aprile 1948) e European Recovery Program (ERP). Quest'ultimo viene annunciato dal segretario di Stato Marshall il 5 maggio 1947 e reso operativo con legge promulgata da Truman il 3 aprile 1948: per l'Italia il relativo accordo di attuazione viene sottoscritto il 28 giugno 1948 e ratificato con l. 4 agosto 1948, n. 1108. Sulle relazioni fra Italia-USA in quel periodo con particolare riferimento ai problemi dell'economia, cfr. Ricossa, Tuccimei, *La Banca d'Italia e il risanamento* cit., pp. 96 ss. Sui Programmi di aiuto, cfr., per tutti, J.L. Harper, *L'America e la ricostruzione dell'Italia, 1945-1948*, Bologna 1987; G. Fodor, *L'economia europea e il piano Marshall*, in A. Bonoldi, A. Leonardi, *La rinascita economica dell'Europa. Il Piano Marshall e l'area alpina*, Milano 2006, pp. 19 ss.; F. Fauri, *Il Piano Marshall e l'Italia*, Bologna 2010. Inizialmente i fondi ERP vengono utilizzati per consolidare le riserve valutarie (che nel dopoguerra risultano praticamente azzerate anche per effetto della sottrazione dell'oro da parte dei nazisti), piuttosto che direttamente per la ricostruzione. Un ruolo fondamentale nella gestione degli aiuti settoriali viene svolto dall'IMI.

[282] Sulla ricostruzione, cfr. CIR (Comitato interministeriale per la ricostruzione), *Lo sviluppo dell'economia italiana nel quadro della ricostruzione e della cooperazione europea*, Roma 1952; P. Barucci, *Ricostruzione, pianificazione, Mezzogiorno. La politica economica in Italia dal 1943 al 1955*, Bologna 1978.

[283] D.l. c.p.s. 24 dicembre 1947, n. 1490 e d.lgt. 7 maggio 1948, n. 544.

In questo periodo viene introdotta anche una forma di controllo sui flussi finanziari che è stata solo di recente espunta dal nostro ordinamento. La l. 18 ottobre 1949, n. 768 (*Norme per la emissione di azioni e di obbligazioni delle società*) stabilisce infatti che le costituzioni di società, gli aumenti di capitale a pagamento e le emissioni di obbligazioni superiori ai 100 milioni siano sottoposti alla preventiva autorizzazione del ministro del Tesoro. La legge viene rinnovata periodicamente fino all'entrata in vigore della l. 3 maggio 1955, n. 428, che disciplina la materia in modo definitivo portando il limite a 500 milioni. Tale controllo viene in seguito affidato alla Banca d'Italia in base alle disposizioni contenute nell'art. 129 del t.u.b., che viene sostanzialmente modificato nel 2006 quando viene abolita l'autorizzazione preventiva (ancorché basata sul silenzio-assenso) ed è mantenuto un semplice potere di richiesta di dati «al fine di acquisire elementi conoscitivi sull'evoluzione dei prodotti e dei mercati finanziari».

6. *La Conferenza di Bretton Woods e l'adesione dell'Italia al FMI e alla Banca mondiale. L'Unione Europea dei pagamenti*

Già prima della fine della guerra si fa strada la consapevolezza di dover superare, una volta chiuso il conflitto, il caos monetario e le politiche protezionistiche e di controllo dei cambi (le c.d. *beggar my neighbour policies*), adottate in seguito alla crisi del 1929, che avevano contribuito ad aggravare la grande depressione.

La preparazione, da parte dei governi inglese e statunitense, di quello che avrebbe dovuto essere il nuovo ordine economico mondiale risale alla fine del 1941, con il primo progetto di Keynes al quale segue poi quello di White[284]. Tali disegni si ispira-

[284] Sullo sviluppo di tali progetti e su come essi si inseriscano in un dibattito che è già iniziato fra le due guerre, cfr. il fondamentale studio di F. Cesarano, *Gli accordi di Bretton Woods. La costruzione di un ordine monetario internazionale*, Roma-Bari 2000, pp. 100 ss., al quale si rinvia per ulteriore ampia bibliografia. Sulla nascita e i primi due decenni di attività del FMI, cfr. J.K Horsefield, *The International Monetary Fund, 1945-1965. Twenty Years of International Monetary Cooperation*, 3 voll., IMF 1969.

no ai principi della Carta atlantica (sottoscritta da Roosevelt e Churchill nell'agosto 1941 e messa a punto anche con il contributo di Keynes) e alla consapevolezza che le discriminazioni economiche e le guerre commerciali fossero state fra le cause non secondarie delle due guerre mondiali.

Preceduta da un incontro preparatorio (promosso dagli Stati Uniti e al quale partecipano delegati di altri quindici paesi) tenutosi ad Atlantic City in giugno (lo sbarco in Normandia ha appena avuto luogo), dal 1° al 22 luglio 1944 si svolge a Bretton Woods (New Hampshire) la *United Nations Monetary and Financial Conference,* alla quale partecipano delegati di 44 paesi[285].

Protagonisti della Conferenza sono i rappresentanti del Tesoro britannico e USA, John Maynard Keynes (che aveva già partecipato alla Conferenza di pace di Versailles del 1919) e Harry Dexter White, che si confrontano su differenti progetti. Il disegno del primo, più innovativo, è basato sulla creazione di una valuta di riserva internazionale (il *bancor*) amministrata da una vera e propria banca centrale internazionale (International Clearing Bank). Quello del secondo, fondato sulla centralità del dollaro come valuta di riserva, su di un fondo di stabilizzazione e una banca per la ricostruzione e lo sviluppo, finirà per prevalere per ovvi motivi legati alla posizione di forza degli Stati Uniti nel consesso internazionale. I lavori della Conferenza sono divisi in due Commissioni, una per il Fondo monetario internazionale (FMI; IMF nell'acronimo inglese) e l'altra per la Banca per la ricostruzione e lo sviluppo (BIRS/IBRD che diverrà poi la principale agenzia della Banca mondiale, WB), le quali sono, a loro volta, suddivise in quattro Comitati che si occupano di: *a)* scopi, politiche e quote di partecipazione; *b)* operazioni; *c)* organizzazione e direzione; *d)* forma e *status* giuridico.

Con la Conferenza di Bretton Woods si riesce, per la prima volta, a dare un quadro istituzionale permanente alla cooperazione monetaria. Si è quindi di fronte a un interessante caso di incontro e di contaminazione positiva fra economia e diritto dove i temi della moneta, della finanza pubblica e degli accordi in-

[285] Alla Conferenza partecipa anche l'URSS che però, a causa del mutato clima politico, non sottoscriverà gli accordi.

ternazionali si fondono dando luogo a una serie di problematiche, spesso non adeguatamente esplorate, che è possibile qui solo accennare quali: il ruolo del diritto internazionale nella nascita dell'accordo di cambio venuto poi meno per una decisione unilaterale dell'«azionista di maggioranza»; intreccio fra *hard* e *soft law* nell'azione del FMI e della Banca mondiale; ruolo della condizionalità nelle politiche e nei programmi di sostegno del Fondo con le connesse problematiche di rinuncia contrattuale a parti di sovranità[286]; etero-direzione, *ownership* locale ed efficacia delle politiche di assistenza della Banca mondiale.

Quello concordato alla Conferenza è un sistema di cambi fissi basato sull'impegno dei paesi aderenti ad agganciare le proprie valute al dollaro – con possibilità di limitata oscillazione (dell'1%) rispetto ad esso – e su quello degli Stati Uniti a consentire la convertibilità della loro valuta in oro al tasso fisso di 35 dollari l'oncia (una forma quindi di *gold exchange standard*). Aggiustamenti di maggior entità del cambio con il dollaro (entro una fascia del 10%) sono consentiti solo in caso di uno squilibrio fondamentale (concetto tuttavia mai definito in modo preciso) e devono essere concordati in sede di FMI. Si mette così a punto un sistema di regole e di procedure atto a stabilizzare le aspettative dei mercati e a impedire quelle turbolenze valutarie che avevano caratterizzato il periodo fra le due guerre.

Il primo pilastro istituzionale del sistema è il FMI[287] – istituito il 27 dicembre 1945 con la firma dell'atto costitutivo da parte di 29 dei 44 paesi che hanno partecipato alla Conferenza e operativo dal 1° marzo 1947 –, il cui compito principale è di aiutare

[286] Sul punto, cfr. T. Killick (a cura di), *Adjustment and Financing in the Developing World: The Role of the International Monetary Fund*, IMF 1982; J. Muns (a cura di), *Adjustment, Conditionality, and International Financing: Papers Presented at the Seminar on "The Role of the International Monetary Fund in the Adjustment Process" held in Viña del Mar, Chile, April 5-8, 1983*, IMF 1984; A. Mourmouras, P. Rangazas, *Conditional Lending Under Altruism*, IMF, Working Paper, n. 4/100, 2004; P. Dhonte, *Conditionality as an Instrument of Borrower Credibility*, in IMF, *Papers on Policy Analysis and Assessment*, No. 97/2, 2004; M. Guitián, *Fund Conditionality: Evolution of Principles and Practices*, IMF, Pamphlet Series, No. 3881.

[287] Per la storia e il ruolo attuale del fondo, cfr. *What is the IMF?*, in http://www.imf.org/external/pubs/ft/exrp/what.htm.

i paesi aderenti a gestire gli squilibri delle proprie bilance dei pagamenti. L'adesione al fondo è impostata su di un sistema di quote (che riflettono il peso del paese nell'economia mondiale), sulla base delle quali vengono assegnati i diritti di voto: una novità per un organismo internazionale che di solito si fonda sul principio uno Stato/un voto (salvo prevedere comunque un differente peso dei singoli paesi negli organismi decisionali, come nel caso dell'ONU). Chiara è la posizione di *leadership* degli Stati Uniti, in quanto maggior potenza economica emergente dalla guerra, ai quali, all'inizio, è riservato un terzo delle quote pari, nel complesso, a 8,8 miliardi di dollari. Il paese aderente si obbliga a versare al fondo una somma (una sorta di deposito) da corrispondere per il 25% in oro o in valuta convertibile in oro (quindi in dollari) e per il restante 75% nella propria valuta. Queste risorse forniscono la base per gli interventi del fondo a favore dei paesi aderenti che, in caso di squilibri nella propria bilancia dei pagamenti, possono ritirare immediatamente fondi pari al 25% della propria quota e richiedere prestiti in valuta estera.

Al fondo viene affiancata la BIRS/IBRD (con un capitale iniziale di 10 miliardi di dollari) alla quale viene affidato il compito, tramite i propri prestiti, di facilitare la ripresa della crescita economica dopo la guerra e che, con il tempo, si concentrerà sempre più sulla lotta alla povertà e al sottosviluppo[288].

Al sistema disegnato a Bretton Woods si affianca il General Agreement on Tariffs and Trade (GATT, che nel 1995 prenderà il nome di World Trade Organisation - WTO), un accordo internazionale, firmato il 30 ottobre 1947 a Ginevra da 23 paesi, per stabilire le basi per un sistema multilaterale di relazioni commerciali con lo scopo di favorire la liberalizzazione del commercio mondiale[289].

[288] Sul ruolo e i compiti del Fondo e della Banca mondiale, cfr. D.D. Driscoll, *The IMF and the World Bank: How Do They Differ?*, in http://www.imf.org/external/pubs/ft/exrp/differ/differ.htm.

[289] È interessante osservare come un noto studioso di storia contemporanea, E.J. Hobswam, *Il secolo breve. 1914/1991*, Milano 2009, p. 503, pur muovendo probabilmente da un'impostazione ideale critica del sistema di Bretton Woods, ne sottolinei l'efficacia in funzione di coordinamento internazionale in quelli che egli definisce «i Decenni di crisi» (1973-93), evidenziando come: «L'altro stru-

Sul fronte europeo un altro importante accordo che facilita il ritorno alla normalità degli scambi è l'Unione Europea dei pagamenti (UEP o EPU, nell'acronimo inglese), primo esperimento di cooperazione monetaria in ambito europeo, nata in base a un accordo sottoscritto il 19 settembre 1950 sotto l'egida dell'Organizzazione europea per la cooperazione economica con lo scopo di facilitare la ripresa del commercio europeo. Il compito dell'Unione è quello di finanziare temporaneamente eventuali deficit delle bilance commerciali dei paesi aderenti in un periodo caratterizzato dall'assottigliamento delle riserve delle banche centrali, facilitando così i flussi commerciali. L'Unione opera sino al 27 dicembre 1958 quando viene ripristinata la convertibilità delle maggiori valute europee.

Nonostante sia inizialmente prevista l'abolizione della BRI/BIS, le banche centrali europee riescono a ottenere di mantenere in vita tale organismo. Esso giocherà un importante ruolo tecnico complementare nel sistema, operando come agente dell'Unione Europea dei pagamenti – aiutando così i paesi europei a mantenere la convertibilità delle loro valute – e costituendo, nel periodo della guerra fredda, un punto di contatto fra banche centrali dell'Est (i cui paesi non aderiscono alle istituzioni di Bretton Woods) e dell'Ovest.

L'Italia viene ammessa negli organismi sorti con gli accordi di Bretton Woods nell'ottobre 1946. L'adesione viene ratificata con la l. 23 marzo 1947, n. 132 (previo parere favorevole sia della Commissione ministeriale per lo studio dei problemi della ricostruzione finanziaria che della Commissione economica per la Costituente) e il nostro paese diventa membro effettivo del FMI e della BIRS il 27 marzo vedendosi assegnate un numero di quote di partecipazione, inferiore alle aspettative, pari a 180 milioni di dollari[290].

mento di azione internazionale [oltre l'UE della quale parla poco prima, n.d.r.] è ugualmente, se non più, protetto contro le interferenze degli stati nazionali e delle democrazie. Si tratta delle autorità finanziarie internazionali istituite alla fine della seconda guerra mondiale [...] gli organismi finanziari internazionali hanno acquisito autorità crescente durante i decenni di crisi, dal momento che le variazioni incontrollabili degli scambi mondiali, la crisi debitoria del terzo mondo e, dopo il 1989, il crollo del blocco sovietico hanno reso molti paesi dipendenti dalla disponibilità del mondo ricco a concedere prestiti».

[290] Sull'adesione alle istituzioni di Bretton Woods, cfr. l'appassionato discorso di Einaudi (che viene nominato governatore di entrambi gli organismi

Il sistema di cambi fissi messo a punto a Bretton Woods dura un quarto di secolo e svolge un ruolo fondamentale nella ripresa dell'economia mondiale dopo la guerra e nella crescita del commercio internazionale, assicurando una relativa stabilità. Esso, tuttavia, basandosi da una parte sul rapporto di cambio fisso fra il dollaro e l'oro (che deve però convivere con un mercato libero del metallo prezioso) e, dall'altra, sul fatto che gli Stati Uniti continuino a mantenere alti deficit della bilancia dei pagamenti incompatibili, nel lungo termine, con il principio della convertibilità in oro della valuta base[291], sperimenta crescenti difficoltà durante gli anni Sessanta sino a essere, come vedremo, definitivamente abbandonato nel 1971. Le istituzioni create con esso continuano tuttavia a operare e a costituire importanti sedi di cooperazione internazionale nel campo della gestione delle crisi strutturali e dello sviluppo[292].

mentre Guido Carli diventa il primo direttore esecutivo del FMI per il nostro paese) alla Costituente del 14 marzo 1947, nel quale lo statista saluta con entusiasmo la nascita di un nuovo ordine monetario e auspica che la riduzione concordata della sovranità possa contribuire al superamento del caos valutario (in L. Einaudi, *Interventi e relazioni parlamentari*, a cura di S. Martinotti Dorigo, Torino 1982, p. 604).

[291] Tale contraddizione del sistema, nota come «dilemma di Triffin», viene evidenziata dall'economista Robert Triffin già all'inizio degli anni Sessanta. Un tentativo per ovviare all'altro punto debole del sistema (la libera fluttuazione del prezzo dell'oro nel mercato libero) viene effettuato con la creazione fra le banche centrali di otto paesi del «Pool dell'oro» (Londra, 1° novembre 1961) con lo scopo di calmierare la tendenza alla crescita del prezzo dell'oro effettuando vendite concordate sul libero mercato. L'Italia partecipa alla dotazione iniziale del *Pool* con una quota del 9%, pari a 22 tonnellate. L'accordo, dal quale la Francia (che ha sottoscritto una quota iniziale uguale a quella del nostro paese) si ritira nel giugno 1967, entra definitivamente in crisi in seguito alla svalutazione della sterlina del 1967 e alla conseguente corsa all'oro, e si dissolve nel marzo 1968.

[292] Il FMI, ad es., può essere considerato a buon diritto un'istituzione finanziaria globale contando attualmente ben 187 paesi aderenti. Sul ruolo attuale delle istituzioni di Bretton Woods, cfr. J.M. Boughton, L.K. Sarwar, *Fifty Years After Bretton Woods: The Future of the IMF and the World Bank*, Proceedings of a Conference held in Madrid, Spain, September 29-30, 1994, IMF 1995.

V. DALLA RICOSTRUZIONE ALL'ATTO UNICO EUROPEO

1. *Il «miracolo economico». Gli istituti di credito speciale: credito agevolato, intervento straordinario per il Mezzogiorno, doppia intermediazione. I tentativi di programmazione. La quarta fase della normativa valutaria. La l.b. nel nuovo contesto: Centrale rischi, vincolo di portafoglio, massimale sugli impieghi. I Trattati di Roma del 1957*

Dal secondo dopoguerra in poi sino alla metà degli anni Settanta poco cambia nella legislazione bancaria e finanziaria (soprattutto a livello di normazione primaria). Si apre un periodo di

adattamento in via amministrativa della l.b. del 1936-38 alle esigenze del nuovo contesto, tutto sommato tranquillo e senza particolari «scossoni», dove le uniche istanze di cambiamento verranno dai mercati finanziari e, soprattutto dall'attuazione della CEE e del suo mercato unico[293].

Così, mentre a un decennio (1953-63) di sviluppo sostenuto – con forte crescita industriale trainata dalle esportazioni e favorita dal basso costo del lavoro, conseguente aumento del tasso di accumulazione e del reddito in un contesto di rapida apertura dell'economia all'esterno[294] – di equilibrio della bilancia commerciale, di stabilità monetaria[295] e di relativa pace sociale – seppur caratterizzato da notevoli squilibri (dualismo della struttura industriale, alta emigrazione, differenze nella distribuzione del reddito e incongruenze nella struttura dei consumi, arretratezza del Mezzogiorno, urbanizzazione selvaggia, inefficienze del-

[293] Cfr. al riguardo Costi, *L'ordinamento* cit., p. 67, che parla di «"immobilismo" dell'ordinamento bancario italiano», che «ha trovato, fino alla seconda metà degli anni Settanta, una giustificazione sufficiente e rassicurante nella condizione di quasi monopolio amministrativamente protetto nella quale operavano le banche italiane e, più in generale, nelle caratteristiche del sistema finanziario del nostro Paese».

[294] Si calcola che nel periodo 1951-61 il reddito nazionale lordo (a prezzi costanti) si incrementi a un tasso medio annuo del 6%, le esportazioni del 14,6% e gli investimenti fissi del 10%.

[295] Nel decennio considerato i prezzi all'ingrosso rimangono sostanzialmente invariati e alla lira viene assegnato l'«oscar delle monete» per il 1959 (nel 1960). Il riconoscimento verrà successivamente attributo alla nostra valuta anche nel 1965, per la ripresa seguita alla crisi di fine 1963-inizi 1964. Questo periodo (prevalentemente individuato nell'arco temporale 1950-73) è comunemente definito in storiografia come «Età dell'oro». Cfr., in proposito, Hobswam, *Il secolo breve* cit., p. 22, secondo il quale esso «aveva creato, per la prima volta nella storia, un'economia mondiale unitaria sempre più integrata, che funzionava al di là delle frontiere nazionali (in maniera "transnazionale") e che sempre più oltrepassava le frontiere ideologiche». Per quanto riguarda gli studi di storia economica recenti su questo periodo, cfr. N. Crafts, M. Magnani, *The Golden Age and the Second Globalization in Italy*, Banca d'Italia - Quaderni di Storia Economica, 17, ottobre 2011 (cfr. in particolare, pp. 7 ss.) e A. Boltho, *Italy, Germany, Japan: From Economic Miracles to Virtual Stagnation*, Banca d'Italia - Quaderni di Storia Economica, 14, ottobre 2011 (lavori entrambi presentati al convegno *Italy and the World Economy, 1861-2011*, Banca d'Italia, Roma 12-15 ottobre 2011); G. Nardozzi, *Il "miracolo economico"*, in Ciocca, Toniolo (a cura di), *Storia economica d'Italia*, III/2 cit., pp. 213 ss.

la spesa pubblica) – ne segue un altro (1963-73) segnato da accesa conflittualità sindacale, minor accumulazione, ristrutturazioni industriali, crescita dell'inflazione e tentativi di programmazione[296], poco cambia nel panorama bancario.

Nel 1952, nell'ambito di alcuni provvedimenti per lo sviluppo dell'economia e l'incremento dell'occupazione, si perviene alla ristrutturazione del sistema del credito a medio termine all'industria con la creazione dell'Istituto centrale per il credito a medio termine a favore delle medie e piccole industrie (Mediocredito centrale - MCC), del quale viene nominato presidente Guido Carli[297]. Tale istituto è al centro – con funzioni di guida tecnica e di rifinanziatore, tramite il risconto e l'assunzione di obbligazioni e buoni fruttiferi – di una rete di mediocrediti regionali (MCR) sorti in base alla l. 22 giugno 1950, n. 445 (*Costituzione di Istituti regionali per il finanziamento delle medie e piccole industrie*), pro-

[296] Per l'evoluzione dell'economia in questo periodo, cfr., per tutti, A. Graziani, *L'economia italiana dal 1945 ad oggi*, Bologna 1972, pp. 52 ss. e F. Cotula (a cura di), *Stabilità e sviluppo negli anni cinquanta. Problemi strutturali e politiche economiche*, Roma-Bari 1999; P. Baffi, *Stabilità monetaria e sviluppo economico in Italia, 1946-1960*, in Id., *Studi sulla moneta*, con prefazione di M. Sarcinelli e postfazione di P. Savona, Soveria Mannelli 2011, pp. 407 ss.; Id., *L'alterna vicenda del quinquennio 1961-65*, in questo stesso volume, pp. 439 ss.

[297] L. 25 luglio 1952, n. 949, e delibere CICR del 18 settembre 1952 e del 12 marzo 1953. Altri interventi normativi importanti per il sistema MCC-MCR sono il d.m. 5 novembre 1953; la l. 11 marzo 1953, n. 298; la l. 16 aprile 1954, n. 135 (che ammette pure le sezioni per il credito alle piccole e medie imprese della BNL, del Banco di Napoli e del Banco di Sicilia al finanziamento presso il MCC anche tramite l'assunzione, da parte di quest'ultimo, di obbligazioni da emettersi da parte delle sezioni stesse); il d.m. 15 marzo 1957 (che istituisce, presso il MCC, un fondo per il credito agevolato); la l. 5 luglio 1964, n. 627, molto importante perché parifica le obbligazioni emesse dai MCR alle cartelle fondiarie consentendone così la collocazione presso il pubblico. Sul ruolo assunto dal sistema MCR-MCC nello sviluppo economico del secondo dopoguerra, cfr., per tutti, P. Cafaro, *Una rete per lo sviluppo: i mediocrediti regionali (1950-65)*, in Cova, La Francesca, Moioli, Bermond (a cura di), *Storia d'Italia. La Banca* cit., pp. 824 ss., che mette il luce il ruolo trainante svolto dal Mediocredito Lombardo e dal suo presidente (e presidente della CA.RI.P.LO.), Giordano Dell'Amore. Il Mediocredito centrale verrà poi trasformato in società per azioni nel 1994 e, nel 1999, acquisito dalla Banca di Roma in sede di privatizzazione. In seguito al percorso di integrazione tra Capitalia e UniCredit entrerà a far parte, dal 1° ottobre 2007, del relativo gruppo bancario assumendo la denominazione di UniCredit Mediocredito centrale.

posta dal ministro del Tesoro Giuseppe Pella. I mediocrediti regionali sono promossi e costituiti da banche che operano nei rispettivi territori (casse di risparmio, istituti di diritto pubblico, banche popolari) e che forniscono loro fondi di dotazione e finanziamenti (per il resto la provvista di tali organismi è costituita da emissioni obbligazionarie e buoni fruttiferi assunti o dagli enti partecipanti o dal Mediocredito centrale) e veicolano le richieste di finanziamento tramite la loro rete di sportelli la quale procede anche a una prima istruttoria. In questo modo originale le banche ordinarie partecipano al finanziamento a medio termine (agevolato e non) della base portante del sistema produttivo (la piccola e media industria) nel rispetto della specializzazione funzionale[298].

Nel 1953 si procede invece al riordino degli enti per lo sviluppo del credito industriale al Mezzogiorno (ISVEIMER e IRFIS) e alla creazione del Credito industriale sardo (CIS)[299]. Di queste strutture creditizie si avvale la Cassa per il Mezzogiorno, istituita con l. 29 agosto 1950, n. 646, per una serie di interventi a sostegno e a favore delle imprese meridionali[300].

[298] Negli anni Novanta del XX secolo i MCR vengono assorbiti dalle casse di risparmio, le quali entrano poi a far parte dei grandi gruppi. Per un'analisi attuale del vuoto lasciato dalla scomparsa dei MCR in un panorama dominato dalla banca universale, cfr. P. Bricco, *Recuperare il credito a lungo*, in «Il Sole 24 Ore», 26 febbraio 2012, p. 16, dove quella del sistema MCC-MCR viene definita: «Una scelta rivelatasi uno dei catalizzatori dello sviluppo italiano».

[299] L. 11 aprile 1953, n. 298.

[300] La Cassa, sorta durante il governo De Gasperi, può considerarsi una creatura di quel gruppo di economisti e *grand commis* meridionalisti che dà vita anche alla SVIMEZ (Saraceno, Menichella, Giordano, Cenzato, Morandi, Novacco, già fondatori della SVIMEZ) che si ispirano all'esperienza delle agenzie di sviluppo locale create negli Stati Uniti dal New Deal. Nel 1984 essa viene trasformata in AgenSud, la quale, a sua volta, opera sino al 1992, quando, con la l. n. 488/1992, viene varata una riforma in chiave europea degli incentivi. Sulla Casmez, cfr. C. Alhaique, *Luci e ombre in materia di crediti per l'industrializzazione del Mezzogiorno*, in «Moneta e credito», VI, n. 23, 1953, pp. 341 ss.; G. Raitano, *L'intervento straordinario per il Mezzogiorno e l'organizzazione del credito all'industria*, in *SVIMEZ, L'unificazione economica dell'Italia*, Bologna 1997, pp. 393 ss.; A. Leonardi, *Il sistema bancario nella ricostruzione del paese: fra vecchi e nuovi equilibri*, in Cova, La Francesca, Moioli, Bermond (a cura di), *Storia d'Italia. La Banca* cit., pp. 653 s.; *Cassa per il Mezzogiorno. Dodici anni, 1950-1962*, Bari 1962, 5 voll.

Per questi istituti di credito speciale (ICS) la categoria giuridica prescelta è prevalentemente quella dell'ente pubblico economico che, consentendo di coniugare imprenditorialità della gestione e perseguimento di finalità di interesse pubblico, era sorta rigogliosa nella seconda metà degli anni Trenta (i c.d. «enti Beneduce») e prospererà sino agli anni Novanta (quando si estinguerà per effetto della privatizzazione della forma giuridica delle banche pubbliche, premessa essenziale per la privatizzazione degli assetti proprietari).

Il sistema degli ICS, al quale è conferito il compito di gestire il finanziamento agevolato alle imprese, è fortemente integrato con l'apparato pubblico che presiede alla gestione degli incentivi finanziari. Esso è parte di un più ampio mercato bancario, fortemente segmentato, dove la distinzione in base alle categorie giuridiche conserva importanza e determina, insieme al sostanziale blocco delle autorizzazioni all'ingresso, l'assenza di apprezzabili stimoli competitivi. Il sistema bancario italiano appare così a un tempo frammentato ed essenzialmente in mano pubblica (circa il 70% delle banche è costituito da enti pubblici o dalle BIN possedute dall'IRI e il panorama non cambierà di molto sino agli inizi degli anni Novanta)[301]. In questo quadro, non deve meravigliare come la dottrina giuridica tenda talvolta a guardare alla banca più come un'istituzione incaricata di una funzione che come un'impresa (impresa-funzione, che opera nell'ambito di un ordinamento sezionale, perseguendo gli obiettivi fissati dagli organi di vertice) e che la giurisprudenza

[301] È stato di recente ricordato come la presenza dello Stato nell'economia possa essere divisa in una fase virtuosa e in una fase negativa, per il prevalere dell'asservimento a interessi politici. Cfr., in proposito, Crafts, Magnani, *The Golden Age* cit., p. 11, secondo i quali: «Initially, public enterprises were a route to speeding up investment and were given high managerial autonomy that meant they could achieve economic efficiency. In particular, IRI helped the development of the private machinery industry by providing cheap intermediate inputs; compensating for the weakness of private firms in this field was important. By the 1960s, however, public enterprises were increasingly hijacked for political purposes [...]. This degenerative process also involved the banks owned by IRI. Whereas in the 1950s and 1960s they allocated financial resources efficiently, in subsequent years they were hampered in selecting innovative firms by the growing influence of political networks».

tenda a qualificare l'attività bancaria come servizio pubblico in senso oggettivo[302].

Un posto a sé in questo panorama occupa Mediobanca, la quale non assume la forma dell'ente pubblico economico ma della s.p.a. Essa nasce, come alternativa all'IMI, dalla tenace iniziativa di Mattioli (Comit) per agire quale banca di investimenti delle aziende di credito italiane (e in particolare delle tre banche di interesse nazionale) proprio per evitare che queste ultime fossero indotte ad agire quali banche d'affari ricreando quei perversi intrecci di interessi che erano stati esiziali per le banche miste[303].

Nel 1954 entra in vigore (in sostituzione del precedente cartello) l'Accordo interbancario che fissa le condizioni massime da applicare alla clientela per i tassi passivi (innalzate rispetto a quelle precedentemente previste dal cartello) e quelle minime per i tassi attivi (che rimangono invece invariate)[304].

[302] Espressione di questa tendenza giurisprudenziale, maturata nell'ambito della problematica della responsabilità penale del banchiere, può essere ancora considerata Cass., sez. un. pen., 10 ottobre 1981, in «Foro it.», II, 1981, p. 554. Bisogna tuttavia osservare che, all'epoca dell'emanazione di tale sentenza, la dottrina era già in prevalenza giunta a sostenere la natura imprenditoriale dell'attività bancaria, che sarà poi definitivamente sancita, anche a livello legislativo, dal d.p.r. n. 350/1985 e che anche la giurisprudenza civile dà per scontata la natura imprenditoriale delle banche (a prescindere dalla loro forma giuridica), in coerenza con il menzionato art. 2195 del codice civile. Per un'ampia rassegna delle posizioni sul punto, cfr. F. Capriglione, in Capriglione, Mezzacapo, *Codice commentato* cit., I, pp. 53 ss.

[303] Sembra che sia Menichella che Einaudi non guardassero con favore al progetto proprio perché mal si inquadrava nello schema dell'ordinamento del credito che si andava costruendo e perché temevano concentrazioni oligopolistiche di potere. Menichella convince a partecipare all'iniziativa anche il Banco di Roma (che aveva inizialmente deciso di restarne fuori), al fine di bilanciare la posizione della Comit e del Credit. Su tale peculiare banca, cfr. Battilossi, *L'eredità della banca mista* cit., p. 642; L. Segreto, *Modelli di controllo del capitalismo italiano dalla banca mista a Mediobanca (1894-1993)*, in «Rivista di storia finanziaria», n. 2, 1999; Colajanni, *Un uomo, una banca* cit.; Piluso, *Mediobanca* cit.

[304] Con l'accordo si differenzia inoltre maggiormente lo *spread* fra i tassi passivi corrisposti sui depositi a risparmio rispetto a quelli riconosciuti sui conti correnti. L'accordo viene rinnovato di anno in anno sino al 1969. Tramite esso vengono perseguite anche finalità di politica monetaria, mantenendo uno *spread* sufficiente fra rendimento delle obbligazioni e dei titoli di Stato e interesse sui depositi al fine di incentivare la ricomposizione delle attività finanziarie a favore dei titoli di debito e controllare il finanziamento monetario del Tesoro.

Il sistema del credito a medio e lungo termine contribuisce in modo decisivo al «miracolo economico». Lo sottolineano le relazioni del Servizio vigilanza della Banca d'Italia relative agli anni 1953 e 1954 secondo le quali:

l'attività svolta dagli istituti di credito a medio e lungo termine può definirsi soddisfacente, come pure altre buone prospettive di lavoro si presentano per il persistere della elevata domanda di credito in relazione al processo di ampliamento e ammodernamento in atto nelle imprese industriali e di creazione di nuove unità produttive; di miglioramento delle attrezzature di ogni genere, mobili e immobili, presso le aziende agrarie; di costante sviluppo dell'attività edilizia[305].

Un primo tentativo di programmazione si ha quando, nell'estate del 1954, il ministro del Bilancio mette a punto un programma di sviluppo economico di lungo periodo (lo «Schema» o «Piano» Vanoni) che, attraverso la sinergia fra iniziativa privata e intervento pubblico, mira a realizzare una crescita equilibrata che porti alla piena occupazione pur mantenendo la stabilità monetaria. Lo Schema Vanoni non viene poi seguito da provvedimenti attuativi ma quasi tutti i suoi obiettivi verranno comunque raggiunti grazie a uno sviluppo spontaneo dell'economia[306]. «Le moda-

Sul punto, cfr. F. Cotula, J.C. Martinez Oliva, *Stabilità e sviluppo dalla Liberazione al "miracolo economico"*, in Cotula, De Cecco, Toniolo, *La Banca d'Italia. Sintesi* cit., pp. 450 e 456.

[305] Archivio Storico Banca d'Italia (ASBI), *Vigilanza sulle aziende di credito*, prat., n. 22, fasc. I, Relazione 1954. Sul punto, cfr. anche Leonardi, *Il sistema bancario nella ricostruzione del paese* cit., pp. 605 ss., e in particolare, pp. 650 ss.

[306] Il programma, intitolato *Schema di sviluppo dell'occupazione e del reddito in Italia nel decennio 1955-64* e presentato al Parlamento nel 1955, si prefigge quattro obiettivi: *1)* creazione di 4 milioni di posti di lavoro durante il decennio 1955-64; *2)* riduzione dello squilibrio esistente tra nord e sud; *3)* pareggio della bilancia dei pagamenti da ottenere attraverso un incremento delle esportazioni; *4)* ristrutturazione della distribuzione delle forze di lavoro. Sul piano Vanoni e la politica economica di quel periodo (orientata in senso più espansivo dopo i rigorosi interventi deflazionistici attuati nel dopoguerra per domare l'inflazione), cfr., di recente, Lavista, *Programmazione economica* cit., pp. 184 ss., il quale ricorda come Amintore Fanfani (*leader* della sinistra dossettiana subentrato a De Gasperi alla guida della Democrazia Cristiana nell'estate del 1954) possa essere considerato un suo importante *sponsor* politico. Per la letteratura più risalente, cfr., per tutti, B. Bottiglieri, *La politica economica dell'Italia centrista*, Milano 1984.

lità che portarono a questo risultato furono però radicalmente differenti rispetto a quelle previste dal programma e, soprattutto, lasciarono irrisolte le contraddizioni settoriali e territoriali cui lo "Schema" avrebbe voluto porre rimedio»[307]. A tale crescita il sistema creditizio concorre con un impegno sollecitato dallo stesso Vanoni[308] e sottolineato dalla partecipazione dell'ABI alla Commissione per lo sviluppo dell'occupazione e del reddito che viene istituita presso la presidenza del Consiglio nel giugno 1956 e affidata alla guida di Pasquale Saraceno[309].

[307] Lavista, *Programmazione economica* cit., p. 189.

[308] E. Vanoni, *Funzione attiva del credito nei programmi di sviluppo economico nazionale*, dichiarazione all'Assemblea dell'ABI del 23 giugno 1955, in «Bancaria», 1955, pp. 1304 ss. Importanti per comprendere la filosofia di fondo del «Piano», al quale lavorarono economisti eminenti dell'epoca, sono anche gli altri interventi dello stesso Vanoni (che testimoniano un notevole sforzo comunicativo), raccolti in *Discorsi sul programma di sviluppo economico*, Roma 1956.

[309] Su questo importante personaggio (1903-91) – brillante economista di area cattolica (estensore, nel luglio 1943 insieme a Sergio Peronetto ed Ezio Vanoni del *Codice di Camaldoli*); accademico fecondo; stretto collaboratore di Menichella all'IRI (del quale diviene poi direttore centrale) sin dalla sua fondazione; appassionato meridionalista (fra i fondatori, nel 1946, dell'Associazione per lo sviluppo dell'industria nel Mezzogiorno, SVIMEZ della quale è presidente dal 1970 al 1991, dopo esserne stato segretario generale e vicepresidente); protagonista delle politiche di ricostruzione economica (è fra gli ispiratori e gli estensori dello Schema Vanoni che, come si è visto, continua a seguire come vicepresidente della Commissione per l'occupazione e il reddito) e dei tentativi di programmazione (è vicepresidente della Commissione per la programmazione economica nazionale CNPE, attiva negli anni 1962-64, che produce il Rapporto Saraceno, presentato il 10 gennaio 1964) – cfr. i tre volumi a cura di P. Barucci, intitolati *Introduzione a Pasquale Saraceno* e dedicati, rispettivamente a: *Ricostruzione e pianificazione, 1943-1948*, Bari 1969 e Milano 1974; *Il meridionalismo dopo la ricostruzione, 1948-1957*, Milano 1974; *Gli anni dello Schema Vanoni, 1953-1959*, Milano 1982; M. Cavazza Rossi, *Stato e giustizia sociale nell'esperienza di Pasquale Saraceno*, in «Società e storia», 1992, pp. 551 ss.; G. Conti, *Pasquale Saraceno e l'industrializzazione italiana*, Pisa 1992; D. Parisi, *Pasquale Saraceno (1903-1991)*, in «Quad. Istituto teoria econ. e metodi quantit. Università cattolica», n. 5, Milano 1994; A. Gigliobianco, *Pasquale Saraceno: teoria e pratica dell'intervento pubblico*, in «Riv. Econom. Mezzogiorno», n. 4, 1995, pp. 167 ss.; S. Cafiero, *Pasquale Saraceno*, in «Riv. Econom. Mezzogiorno», n. 4, 1995, pp. 893 ss.; G. Vigna, *Pasquale Saraceno. L'uomo che voleva unificare l'Italia*, Milano 1997; S. Zoppi, *Pasquale Saraceno. Un protagonista da non dimenticare*, in *Il mezzogiorno delle buone regole*, a cura dello stesso autore, Bologna 2000, pp. 75 ss.; G. Arena, *Pasquale Saraceno commis d'état dagli anni giovanili alla Ricostruzione*, Milano 2011. Un'analitica bibliografia dei suoi scritti (corredata da brevi note biografiche) curata da S. Greco per la

Il 25 marzo 1957 vengono firmati a Roma i trattati istitutivi della CEE e dell'EURATOM alle quali aderiscono inizialmente sei paesi: Francia, Germania Occidentale, Italia, Paesi Bassi, Belgio e Lussemburgo. Il Trattato, che si pone l'obiettivo di abolire le restrizioni alla libera circolazione di persone, merci, servizi e capitali, è la prima tappa di un lungo cammino che, dagli anni Settanta in poi, produrrà effetti concreti anche in materia bancaria e finanziaria (direttive sulle banche e le imprese di investimento, nascita dell'UEM), diventando uno dei primi motori di cambiamento anche dell'ordinamento nazionale.

Pure in campo monetario inizia un periodo di maggior collaborazione a livello internazionale. Nel 1959 entra in vigore L'Accordo monetario europeo (AME), che era stato sottoscritto nel 1955, per effetto del quale la maggior parte delle valute europee ritorna a essere convertibile in divise estere per i non residenti (la convertibilità in oro continua invece a essere esclusa).

Con l'emanazione del d.l. 6 giugno 1956, n. 476, conv. in l. 25 luglio 1956, n. 786 (c.d. «legge valutaria») prende avvio la quarta fase della normativa valutaria. Tale legge:

> da una parte abrogò quasi completamente la normativa fascista del settore, superando dal punto di vista sostanziale e non più solo organizzativo, il sistema previgente, ma dall'altra non impose un indirizzo preciso alla normativa valutaria, connotandosi con caratteri di neutralità che consentivano letture, ed interpretazioni, diverse[310].

> [...] la normazione del 1956 [...] consentiva ogni politica, dal momento che vietava ogni relazione con l'estero tranne quelle di compravendita, salva la rimozione del divieto con atto amministrativo, che poteva essere concessa o non concessa o essere concessa in qualche caso o in moltissimi. [...] tutto poteva essere vietato, tutto autorizzato, senza nessun criterio posto dalla legge, in totale violazione delle riserve costituzionali, con una discrezionalità talmente estesa da indurre taluno a parlare di atti di governo, sottratti a qualsiasi verifica [...][311].

SVIMEZ è disponibile in internet su http://web.mclink.it/MN8456/pubblicazioni/quaderni/quaderni_pdf/quaderni_informazioni_09.pdf.

[310] Roversi Monaco, Lugaresi, *Analisi degli strumenti normativi* cit., p. 16.

[311] Predieri (a cura di), *La nuova legislazione valutaria* cit., p. 28. E in effetti,

A questa fase appartiene anche la riforma dell'apparato sanzionatorio attuata con il d.l. 4 marzo 1956, n. 31, conv. in l. 30 aprile 1956, n. 159 (in seguito più volte modificata), che alle sanzioni amministrative pecuniarie affianca quelle penali per le violazioni più gravi.

Il 18 agosto 1960 Carli succede a Menichella nella carica di governatore della Banca d'Italia (Baffi viene nominato direttore generale), che ricoprirà sino al 1975[312].

Negli anni successivi, i primi governi di centrosinistra avviano un altro tentativo di programmazione economica nazionale che, insieme alla politica dei redditi e alla nazionalizzazione dell'energia elettrica, costituisce uno dei punti qualificanti della politica economica della nuova coalizione che mira a dare una risposta alla crescente conflittualità sindacale e alle conseguenti ripercussioni sulla dinamica dei prezzi. Solo il terzo di questi punti viene però attuato in pieno con la l. 6 dicembre 1962, n. 1643, istitutiva dell'ENEL[313].

Il documento che dà avvio a questo tentativo è la *Nota aggiun-*

l'art. 2 del d.l. n. 476/1956 dispone che: «Ai residenti è fatto divieto di compiere qualsiasi atto idoneo a produrre obbligazioni fra essi e non residenti, esclusi i contratti di vendita di merci per l'esportazione nonché i contratti di acquisto di merci per l'importazione, se non in base ad autorizzazioni ministeriali. Ai residenti è fatto divieto di effettuare esportazioni ed importazioni di merci se non in base ad autorizzazioni ministeriali».

[312] Su questa importante figura di economista e intellettuale (1914-93) dalla sua formazione all'opera come governatore (che in un quindicennio lasciò una forte impronta nell'istituzione e nell'immagine che di essa ha il paese) e sui numerosi incarichi ricoperti dopo che la ebbe lasciata (presidente di Confidustria, più volte ministro), cfr. Gigliobianco, *Via Nazionale* cit., pp. 262 ss., e ivi ulteriori riferimenti bibliografici. Sempre su di essa, cfr., di recente, M. Draghi, *Guido Carli innovatore*, intervento effettuato all'Accademia Nazionale dei Lincei il 16 gennaio 2009, in occasione della presentazione della collana «Scritti e discorsi di Guido Carli» (sei volumi pubblicati nel 2009 da un editore milanese). Per capire il pensiero di questa rilevante figura, cfr. anche G. Carli, *Intervista sul capitalismo italiano*, rilasciata a Eugenio Scalfari nel 1976 e ora ripubblicata da Bollati Boringhieri, Torino 2008; Id., *Cinquant'anni di vita italiana* (in collaborazione con Paolo Peluffo), Bari 1996, un'autobiografia con, in appendice, interventi di Mario Arcelli, Pierluigi Ciocca, Mario Monti, Guido Rey.

[313] Sulla quale, cfr. *La nazionalizzazione dell'energia elettrica. L'esperienza italiana e di altri paesi europei*, Atti del Convegno internazionale per il XXV anniversario dell'istituzione dell'ENEL (9-10 novembre 1988), Roma-Bari 1989.

tiva alla Relazione sulla situazione economica del paese[314], presentata al Parlamento nel maggio 1962 da Ugo La Malfa (1903-79), ministro del Bilancio del quarto governo Fanfani. Essa può essere considerata:

il primo documento di programmazione Keynesiana in Italia. Essa scandisce e pone nel cuore degli obiettivi programmatici il riequilibrio economico e sociale del Paese e ne indica gli strumenti. L'intensificazione dell'azione di "industrializzazione nel Mezzogiorno". Il sostegno alla estensione alle zone depresse della formazione di "capitale industriale". Una più efficiente localizzazione degli investimenti lungo la linea di una "maggiore concentrazione delle nuove unità produttive in grandi aree di sviluppo industriale". La creazione di un tessuto connettivo e di un terziario produttivo ma anche di una politica dedicata allo sviluppo "in senso moderno di tutto l'ambiente socio-economico" del Mezzogiorno che si affiancasse agli "effetti diffusivi dei grandi centri di industrializzazione"[315].

Viene quindi costituita la Commissione per la programmazione economica nazionale - CNPE affidata, come si è visto, alla guida tecnica di Pasquale Saraceno, sulla quale tuttavia pesano sia le divisioni tecniche che le tensioni politiche accentuatesi dopo le elezioni dell'aprile 1963 che, sull'onda del risultato negativo conseguito dal partito di maggioranza relativa, portano alla riformulazione dell'alleanza ad opera di Aldo Moro «includendo direttamente il partito Socialista Italiano (PSI), ma depotenziandone la carica riformista»[316]. Un nuovo progetto di programma di sviluppo economico per il quinquennio 1965-69 viene messo a punto dal ministro socialista del Bilancio Antonio Giolitti e viene presentato al Parlamento nell'estate del 1965 dal ministro Pieraccini (succeduto a Giolitti) e approvato solo due anni dopo. È stato notato come: «Di fatto la fine della programmazione economica nazionale avviene nel corso della crisi politica del 1964»[317].

[314] Vedila in Ministero del bilancio, *La programmazione economica in Italia*, 2 voll., Roma 1967.

[315] S.L. Lauro, *La Malfa e la centralità del Sud*, in «Il Corriere del Mezzogiorno», 20 maggio 2003.

[316] Lavista, *Programmazione economica* cit., p. 190.

[317] Ivi, p. 191, il quale nota che nel passaggio da progetto a programma «su-

Una forma di governo dell'economia basata sulla mediazione delle istanze veicolate dalle varie amministrazioni porta all'istituzione del Comitato interministeriale per la programmazione economica (CIPE) ad opera della l. 27 febbraio 1967, n. 48, di riforma del Ministero del bilancio. Il CIPE:

predispone gli indirizzi della politica economica nazionale; indica, su relazione del Ministro per il bilancio e la programmazione economica, le linee generali per la elaborazione del programma economico nazionale, su relazione del Ministro per il tesoro, le linee generali per la impostazione dei progetti di bilancio annuali e pluriennali di previsione dello Stato, nonché le direttive generali intese all'attuazione del programma economico nazionale ed a promuovere e coordinare a tale scopo l'attività della pubblica amministrazione e degli enti pubblici; esamina la situazione economica generale ai fini dell'adozione di provvedimenti congiunturali [...]. Entro il 15 settembre [...] approva la relazione previsionale e programmatica, le relazioni programmatiche di settore e le linee di impostazione dei progetti di bilancio annuale e pluriennale[318] (l. n. 48/1967, art. 16, commi 3 e 5).

Secondo il d.p.r. 20 marzo 1968, n. 626, il CICR «si attiene alle direttive del Comitato interministeriale per la programmazione economica per la ripartizione globale dei flussi monetari tra le varie destinazioni, in conformità alle linee di sviluppo fissate dal programma economico nazionale» (art. 1)[319]. Tuttavia la

biva un'alterazione profonda quello che era uno degli elementi maggiormente qualificanti della politica di programmazione: la politica dei redditi. Se nella "Nota" di La Malfa e nel Progetto di Giolitti essa era stata considerata come uno strumento funzionale al riequilibrio fra consumi privati e consumi pubblici, ora veniva presa in considerazione come un mero rapporto fra salari e produttività [...] aveva contribuito a questa traslazione di significato e di contenuto la Banca d'Italia, ora governata da Guido Carli, il quale non aveva mancato di ribadire in più occasioni la sua avversione per un progetto che considerava "intriso di dirigismo" e, allo stesso tempo, la necessità di sostenere l'industria italiana sotto il profilo finanziario [...]».

[318] Sul CIPE, cfr., per tutti, M. Gabriele, *Cipe ed altri comitati*, in «Rass. parlamentare», 1989, p. 83.

[319] Tale disposizione è abrogata dall'art. 1 del d.l. 5 dicembre 1991, n. 386, conv. in l. 29 gennaio 992, n. 35. L'intero d.p.r. n. 626/1968 viene poi abrogato dall'art. 1 del d.lgs. 13 dicembre 2010, n. 212.

destinazione del credito per settore merceologico, che quelle direttive avrebbero dovuto probabilmente attuare nelle intenzioni del legislatore, non viene realizzata prevalendo piuttosto, in pratica, una logica più «macro» di ripartizione fra settore pubblico e settore privato.

In questo contesto «si venne affermando un uso sempre più marcato del credito speciale [...] favorito dalla convinzione che questa fosse l'unica via per mantenere tassi di crescita elevati e dall'affermarsi di una concezione burocratica di concessione del credito»[320]. Sono gli anni in cui il credito agevolato acquista un'importanza crescente. Nelle sue Considerazioni finali all'Assemblea ordinaria del 31 maggio 1967 il governatore Carli ricorda come «nei finanziamenti concessi dagli istituti di credito mobiliare preponderano quelli agevolati: su 1.081 miliardi di erogazioni effettuate nel 1966, 578 si riferiscono a mutui di questa specie e la proporzione sembra destinata ad aumentare in futuro». Nella stessa occasione Carli denuncia le distorsioni insite in tale sistema notando come:

> La diffusione del credito agevolato suscita, nei richiedenti, la persuasione di un diritto al credito; nelle decisioni degli istituti che lo amministrano, la considerazione prevalente degli effetti di utilità sociale degli investimenti [...] assume di più in più caratteri assistenziali [...] in luogo di essere lo strumento per l'avanzamento dell'industria italiana verso posizioni di maggiore competitività, [...] diviene il mezzo attraverso il quale si difendono posizioni di retroguardia, nel tentativo, che l'esperienza prima o poi dimostrerà vano, di mantenere in vita aziende destinate a perire nella competizione interna e internazionale[321].

[320] Lavista, *Programmazione economica* cit., p. 193; Id., *La stagione della programmazione. Grandi imprese e Stato dal dopoguerra agli anni settanta*, Bologna 2010.

[321] Viene in proposito notato come: «Le politiche di intervento pubblico straordinario, inaugurate con il piano Vanoni [...] furono seguite da politiche di finanziamento a fondo perduto a favore delle regioni meridionali e insulari, moltiplicarono le leggi di agevolazione del credito che avrebbero condizionato negativamente la qualità degli investimenti, attuato una selezione avversa delle imprese, reso meno coerente il modello originario adattato efficacemente da Menichella negli anni del miracolo economico», G. Piluso, *Banche regolamentazione e politica economica (1946-1990)*, in Conte (a cura di), *Le Banche e l'Italia* cit., p. 217.

Funzionale a questa politica di allocazione del credito è il c.d. «vincolo di portafoglio» introdotto da una delibera del CICR del 23 ottobre 1964 in materia di «Riserva speciale di liquidità delle Casse di Risparmio». Essa prevede che la Banca d'Italia possa stabilire che il 50% della riserva sia investita in titoli di Stato od obbligazioni di ICS pubblici operanti nel credito all'industria, alle opere pubbliche o agrario di miglioramento. Tale misura avrà in seguito applicazione sistematica anche nei confronti di altre categorie di banche. Il sistema basato su questo strumento amministrativo di controllo monetario trova più estesa attuazione con la delibera del CICR del giugno 1973 (che infatti la dottrina giuridica prevalente tende a individuare come data di nascita dell'istituto), emanata con l'intento dichiarato di stimolare gli investimenti (si è in piena «stagflazione»), che impone alle banche (questa volta casse di risparmio escluse) un obbligo di acquisto di determinati titoli a tasso fisso per un ammontare pari al 6% dei depositi in essere alla fine dell'anno precedente. Il vincolo – basato sull'art. 32, lett. *d*, della l.b., che consente di dettare disposizioni in materia di «proporzione fra le diverse categorie di investimenti considerate in rapporto sia alla liquidità, sia alle diverse branche di attività economiche alle quali si riferiscono gli investimenti» – sarà rinnovato più volte, attenuato nel 1979 e definitivamente abolito nel 1986. La disposizione citata – verosimilmente pensata soprattutto per prevenire eccessivi immobilizzi e assicurare quindi un discreto livello di liquidità dell'attivo (al fine di prevenire catastrofi del tipo banca mista sull'onda delle quali il legislatore del 1936 si era trovato ad agire) – viene in seguito utilizzata come efficace base normativa per operazioni di controllo qualitativo del credito e quindi di «politica creditizia», se non di politica economica *tout court*[322]. È interessante notare come un analogo utilizzo in funzione di politica allocativa di un istituto caratterizzato da una finalità primaria di carattere prudenziale possa essere rinvenu-

[322] Sul vincolo di portafoglio, cfr. A. Patroni Griffi, in Capriglione, Mezzacapo, *Codice commentato* cit., I, pp. 341 ss., con interessanti indicazioni bibliografiche sulle variegate posizioni: «liberiste» e quindi piuttosto critiche nei confronti del «nuovo» utilizzo della norma ovvero favorevoli invece a una sua lettura più ampia.

to negli obblighi di investimento delle riserve matematiche in campo assicurativo[323].

Il vincolo di portafoglio finisce per essere uno dei principali strumenti della politica di c.d. «doppia intermediazione»: le banche ordinarie impiegano parte del risparmio raccolto nelle obbligazioni dei ICS che, contrariamente a quanto avvenuto nel periodo fra le due guerre, non trovano autonoma collocazione presso gli investitori. Essa tuttavia «annullava nei fatti la relazione tra la raccolta e l'impiego del risparmio, deresponsabilizzava i banchieri nella valutazione dei meriti di credito e della qualità dei progetti di finanziamento delle imprese» favorendo «forme di *relationship banking* che premiassero esclusivamente il favore politico o [...] una visione del credito meramente politico-amministrativa»[324].

Un'altra misura emanata in quel periodo è il c.d. «massimale sugli impieghi» che, introdotto nel luglio 1973 anche su impulso del FMI, prevede nella sua versione iniziale un limite del 12% all'incremento verso la clientela con esposizione pari o superiore a 500 milioni di lire. La misura verrà successivamente rinnovata, con esclusione del periodo tra il marzo 1975 e l'ottobre 1976, fino al 1983 per poi essere ripristinata per periodi di un semestre ciascuno nel 1986 e a cavallo fra il 1987 e il 1988. Con il massimale la Banca d'Italia contingenta il credito, fissando determinati profili temporali di crescita della consistenza degli impieghi, perseguendo finalità di controllo della moneta. La base normativa per tale provvedimento viene rinvenuta nell'art. 35, comma 2, lett. *b*, l.b., secondo il quale la Banca d'Italia «ha anche la facoltà» (esercitabile questa volta autonomamente, senza previa delibera del CICR) «di determinare i limiti massimi dei fidi concedibili e di stabilire norme e termini per le riduzioni in caso di constatate eccedenze», disposizione originariamente intesa essenzialmente a fondare il diverso istituto prudenziale del «limite di fido», volto a salvaguardare la

[323] Per informazioni sul punto, cfr. *infra* Parte III, cap. IV, par. 7.

[324] Piluso, *Banche regolamentazione* cit., pp. 218 ss. Secondo M. Onado, intervenuto al convegno di presentazione del volume Conte (a cura di), *Le Banche e l'Italia* cit. (nel quale è inserito il contributo appena citato), ABI (Roma) 31 ottobre 2011 (inedito), gli ICS divengono in tal modo «preda politica».

stabilità delle banche, che era stato già introdotto dalla l.b. del 1926[325].

Vincolo di portafoglio e massimale sugli impieghi sono fra gli esempi più significativi di utilizzo elastico e a scopi plurimi e cangianti della l.b. in quella che potrebbe essere definita quasi un'eterogenesi dei fini. Interessante è l'analogia, nella diversità, con la ROB (istituto risalente, come il limite di fido, alla l.b. del 1926 e più duraturo del vincolo o del massimale) di cui si è già parlato, per la quale a una finalità originaria di stabilità se ne affianca in seguito una di politica monetaria.

Le vicende del vincolo di portafoglio e del massimale sugli impieghi sono interessanti dal punto di vista storico perché esemplari di una dialettica sull'applicazione della l.b. del 1936-38 nell'ordinamento repubblicano che tocca anche altri aspetti e istituti di tale legge. Quello che uno sguardo retrospettivo consente di constatare è che il dibattito fra gli scettici-liberisti rispetto all'applicazione evolutiva della legge – che si appellano all'art. 41, comma 1, Cost., e alla libertà di impresa – e coloro che sono invece favorevoli a un suo utilizzo in direzioni nuove – che oltre che al comma 3 dello stesso articolo (che consente che programmi e controlli siano «determinati» dalla legge) si richiamano all'art. 47 (che prevede fra i compiti della Repubblica quello di disciplinare, coordinare e controllare l'esercizio del credito) e forse anche per questo finiscono per prevalere – pur se importante (ancorché non decisivo) per il varo di nuovi istituti e per la loro tenuta immediata non è quasi mai determinante per la loro successiva sorte. Se, infatti, ci si chiede perché alcuni innesti e germogli della l.b. rimangono vitali (come ad es. l'utilizzo della ROB in funzione di politica monetaria, la Centrale rischi o il limite di fido) e altri (come il vincolo di portafoglio o il massimale sugli impieghi) inaridiscono nello spazio di alcuni lustri (salvo poi poter risorgere in caso di necessità o di «retromarce» della storia)[326], si deve guardare ad altri fattori, quali l'esigenza di uni-

[325] Su tale disposizione della l.b. del 1936-38, cfr. P. Zamboni Garavelli, in Capriglione, Mezzacapo, *Codice commentato* cit., I, pp. 425 ss., con ampia illustrazione di meccanismi operativi e problematiche giuridiche sia del limite di fido che del massimale sugli impieghi.

[326] Per la possibilità che, a fronte di crescenti esigenze di rifinanziamento

formità imposta dal mercato unico europeo e, più ancora in generale, alla competizione fra ordinamenti stimolata dalla globalizzazione.

Con delibera del 16 maggio 1962 il CICR approva l'istituzione della Centrale rischi: un servizio accentrato di informazioni inteso a censire i fidi richiesti dai singoli imprenditori al fine di conoscere la consistenza degli affidamenti in essere in capo allo stesso soggetto, che sarà concretamente avviato un paio di anni dopo. L'istituto, che è tipico del panorama italiano dove frequente è la prassi di servirsi di più banche, trova inizialmente la sua base normativa nell'art. 32, lett. *h*, l.b., che prevede la possibilità di emanare normativa secondaria in ordine «alle cautele per evitare gli aggravamenti di rischio derivanti dal cumulo dei fidi»[327]. In tempi a noi più vicini si porrà poi il problema del coordinamento dell'istituto (che nel frattempo sarà affiancato da analoghe iniziative «di mercato») con la normativa di tutela dei dati personali.

Nello stesso anno, come si è già accennato, l'abrogazione del divieto per le aziende di credito (risalente al 1943) di detenere depositi reciproci e l'esenzione di questi ultimi dall'obbligo di ROB pone le premesse per la formazione di un mercato interbancario (MID)[328].

degli Stati e di un inaridirsi dei flussi di investimento, misure simili al vincolo di portafoglio tornino di attualità, cfr. M. Onado, *Stato, Banche, Europa. Il circolo vizioso da fermare subito*, in «Il Sole 24 Ore», 28 aprile 2012, pp. 1 e 7, che riprende dati del FMI (*Global Financial Stability Report*, April 2012).

[327] Sulla Centrale rischi, cfr. F. Capriglione, in Capriglione, Mezzacapo, *Codice commentato* cit., I, pp. 375 ss.

[328] Cfr. delibera CICR del 16 novembre 1962 e successiva Circ. Banca d'Italia del 6 dicembre 1962, n. 1844, secondo le quali, tuttavia, il tasso sui depositi interbancari non può superare quello sui BOT. La delibera del CICR conferisce inoltre alla Banca d'Italia (ai sensi dell'art. 32, comma 1, lett. *d*, l.b.) la facoltà di stabilire l'obbligo (per tutte o per alcune banche) di «investire parte o tutte le somme ritenute in deposito presso le altre aziende» in conti vincolati a sei mesi presso la Banca d'Italia. Secondo la menzionata circolare scopo di quest'ultima disposizione «è quello di fornire al nostro Istituto lo strumento necessario per interporsi direttamente nel sistema dei flussi monetari per correggerne le distorsioni che dovessero eventualmente determinarsi per il comportamento delle aziende di credito». Il passo è significativo per due motivi. Da un lato, infatti, è indicativo di un nuovo modo di scrivere la normativa secondaria: attento all'individuazione delle finalità della stessa, che finiscono per costituire un auto-

2. *La fine del sistema dei cambi fissi ideato a Bretton Woods. La CEE e le prime prove di cooperazione monetaria (il Rapporto Werner e il serpente). Il Comitato di Basilea. Crisi della Banca Privata Italiana, scandalo Italcasse, incriminazione di Baffi e Sarcinelli*

È tempo quindi di volgere l'attenzione alla CEE che dopo il Trattato istitutivo inizia a muovere in modo sicuro i suoi passi anche se a volte lentamente, con battute d'arresto e ripensamenti. Nell'ovvia impossibilità di ricordare qui ogni tappa (generale e settoriale) di un così lungo e complesso cammino, ci limiteremo a ricordarne le più significative, come la definitiva abolizione dei dazi doganali (1° luglio 1968), l'entrata in vigore del Regolamento sulla libera circolazione dei lavoratori (6 novembre 1968), la pubblicazione (nel febbraio 1971) del Rapporto Werner per la realizzazione dell'Unione economica e monetaria[329]. Si tratta di un importante documento – sul quale non mancano al momento critiche scettiche che lo definiscono «visionario» – che propone l'istituzione, con un processo in tre tappe, di un'unione economica e monetaria basata sulla totale e irreversibile convertibilità delle valute, l'eliminazione delle fluttuazioni dei cambi, la fissazione irrevocabile delle parità e la completa liberalizzazione dei movimenti di capitale.

Nel frattempo il sistema di cambi delineato a Bretton Woods nel 1944 – basato su rapporti di cambio fissi fra le valute rispetto al dollaro e sull'aggancio di quest'ultimo all'oro – entra definitivamente in crisi anche per l'aumento delle richieste di conversione delle riserve in oro che segue il crescente indebitamento statunitense e l'aumento delle emissioni a causa della guerra del

limite all'esercizio del potere. Dall'altro, denota una particolare concezione della vigilanza come azione intesa a correggere le possibili distorsioni del mercato.

[329] Il Rapporto, che prende il nome dal presidente del Comitato incaricato della sua preparazione (primo ministro e ministro delle Finanze del Lussemburgo), istituito in seguito a una forte iniziativa franco-tedesca, viene approvato nel corso del Consiglio europeo di Parigi dell'ottobre 1972. Sulle disposizioni che già nel Trattato di Roma prefigurano l'Unione economica e monetaria e sul Rapporto Werner, cfr. O. Di Popolo, in M. Colucci, S. Sica (a cura di), *L'Unione Europea*, Bologna 2005, pp. 432 ss.

Vietnam. Per evitare il depauperamento delle riserve, gli Stati Uniti decidono di porre fine alla convertibilità del dollaro in oro, che viene annunciata da Nixon il 15 agosto 1971[330]. Tale decisone, comportando il brusco passaggio da un sistema di tassi di cambio fissi a uno in cui è sostanzialmente il mercato (e i rapporti di forza fra i paesi e le loro economie) a determinare i rapporti di cambio e i flussi finanziari internazionali[331], inaugura un periodo di grande instabilità monetaria sui mercati mondiali, aggravata dagli shock petroliferi del 1973 e del 1979. Le istituzioni di Bretton Woods sopravvivono a tale decisione adattandosi al nuovo contesto.

Il nuovo scenario rende ancor più sentita l'esigenza di pervenire a un meccanismo di ancoraggio monetario in sede europea[332]. Un primo tentativo in tal senso si ha con l'accordo (entrato in vigore il 24 aprile 1972) con il quale le autorità monetarie europee si impegnano a garantire un margine di fluttuazione tra le valute comunitarie del 2,25% più stretto di quello che esisteva fra le singole valute e il dollaro (il serpente), con il limite di una variazione congiunta di tutte le valute aderenti rispetto a quella USA (il tunnel). Per garantire il funzionamento di questo meccanismo e per controllare le situazioni reciproche delle banche centrali, originate dagli interventi effettuati per la stabilizzazione del cambio del-

[330] Sui retroscena politici ed economici di questa decisione, cfr. D. Basosi, *Il Governo del dollaro. Interdipendenza economica e potere statunitense negli anni di Richard Nixon 1969-1973*, Firenze 2006.

[331] Con l'accordo stipulato il 17-18 dicembre 1971 a Washington, presso lo Smithsonian Institute, tra i paesi del Gruppo dei Dieci, si stabilisce che il dollaro verrà svalutato rispetto all'oro (da 35 a 38 dollari per oncia). Nel frattempo si procede ad alcuni ritocchi di parità fra valute e si ampliano i margini di variabilità dei cambi da 1 a 2,25%; la dichiarazione formale al FMI delle nuove parità avverrà l'8 maggio dell'anno successivo. Nel biennio seguente prenderà piede il sistema dei cambi flessibili.

[332] Per una tale lettura politica del riflesso della decisione americana sull'Europa, cfr. Romano, *Europa* cit., p. 190 secondo il quale: «Quando il costo della guerra in Vietnam costrinse il presidente Nixon, il 15 agosto 1971, a sganciare il dollaro dall'oro e a lasciarlo fluttuare sul mercato dei cambi, gli europei capirono di non poter lavorare con una valuta il cui valore dipendeva dalla politica, spesso discutibile, di un altro paese. [...] Qualcuno vide nell'introduzione dell'euro un intollerabile attentato alla sovranità nazionale. Non capì che l'euro avrebbe restituito all'Europa la sovranità monetaria che ciascuno dei suoi paesi aveva ceduto agli Stati Uniti».

le proprie valute, al vertice di Parigi del 19-20 ottobre 1972 viene creato il Fondo europeo di cooperazione monetaria (FECOM), primo embrione di organismo centrale bancario che tuttavia non diventerà mai operativo. Il serpente monetario europeo non striscia a lungo nel tunnel del dollaro perché, a causa delle differenze macro-economiche fra i vari paesi, le valute più deboli escono a una a una dall'accordo: sterlina inglese e irlandese (1972); lira italiana (22 gennaio 1973); franco francese (1974). Al fine di contenere l'ampio deflusso di capitali, viene creato un doppio mercato dei cambi, con tasso di cambio fisso, all'interno di una banda definita, per le transazioni riguardanti le partite correnti, liberamente fluttuante per le transazioni in conto capitale. Con la seconda svalutazione del dollaro (13 febbraio 1973) le valute europee perdono anche il tunnel di riferimento che pian piano sostituiscono con il marco tedesco: unica valuta di un grande paese non uscita dal serpente. La risposta dei paesi europei usciti dal serpente sarà quella di uno stretto controllo sui cambi perseguito anche (soprattutto in Italia) con restrizioni nei movimenti di capitale.

Nel 1974 i governatori delle banche centrali dei dieci paesi più industrializzati (G10) danno vita – presso la BRI che ne cura il Segretariato – al Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, un consesso a carattere consultivo-propositivo[333]. L'organismo, grazie all'autorevolezza di cui gode, assume presto il ruolo di *standard-setter* informale le cui elaborazioni, come vedremo, vengono trasformate in direttive dell'Unione Europea ovvero spontaneamente adottate dalla comunità internazionale dei supervisori bancari.

Gli obiettivi principali che il Comitato si prefigge sono: *a)* estendere la regolamentazione di vigilanza a tutte le istituzioni bancarie, nel maggior numero di paesi, assicurando che nessu-

[333] Al Comitato aderiscono attualmente le autorità dei seguenti ventisette paesi, rappresentati dalle rispettive banche centrali e dalle autorità di vigilanza bancaria (se distinte dalle prime): Arabia Saudita, Argentina, Australia, Belgio, Brasile, Canada, Cina, Corea del Sud, Francia, Germania, Giappone, Hong Kong, India, Indonesia, Italia, Lussemburgo, Messico, Olanda, Regno Unito, Russia, Singapore, Spagna, Stati Uniti, Svezia, Svizzera, Sudafrica e Turchia. Per utili informazioni sull'organizzazione del Comitato (basata su di un Segretariato molto snello e quattro Gruppi di lavoro) e il materiale riguardante la sua attività, cfr. http://www.bis.org/bcbs/index.htm.

na banca possa sfuggire alla supervisione; *b)* rendere la vigilanza «adeguata» nel senso di più efficace, al fine di assicurare stabilità al sistema complessivo; *c)* rafforzare gli standard di sorveglianza.

L'attività del Comitato è importante per comprendere le caratteristiche della regolamentazione bancaria che si connota sempre più come un intreccio di regole di *soft* e di *hard law* e per la sua dimensione transnazionale. In essa l'opera di questi Consessi informali internazionali, espressione della comunità delle autorità di controllo, si fonde con quella delle autorità di controllo dei grandi paesi o di organismi internazionali a carattere «regionale» (CEE prima e poi UE e CE) – anch'essi sempre più strutturati, per quanto riguarda la regolamentazione di settore, in un sistema a rete che ingloba, a fini di coordinamento, le autorità di controllo nazionali –, i quali emanano regole formali che sussumono o si ispirano a quelle non vincolanti prodotte dai menzionati consessi informali.

Agli inizi di ottobre 1974 viene sottoposta a liquidazione coatta amministrativa la Banca Privata Italiana del finanziere Michele Sindona, creata nell'agosto dello stesso anno dalla fusione della Banca Unione e della Banca Privata Finanziaria: due aziende di credito da tempo in crisi, perché gravate da perdite e immobilizzi, che Sindona – il quale gode di ramificati agganci nel mondo della finanza e forti appoggi politici – tenta di coprire con speculazioni che non fanno altro che aggravare la situazione. Per attutire gli effetti economici del dissesto (circa 270 miliardi di lire) viene emanato, in base agli artt. 29 e 30 del testo unico sugli istituti di emissione del 1910, il d.m. 27 settembre 1974 che consente alla Banca d'Italia di effettuare anticipazioni a tasso di favore su titoli di Stato nei confronti di banche resesi cessionarie di attività e passività di aziende di credito in liquidazione, consentendo così di ammortizzare le perdite loro derivanti dallo sbilancio di cessione tramite il differenziale di rendimento dei titoli stessi[334].

[334] Sul c.d. «decreto Sindona», cfr., per tutti, V. Nastasi, in Capriglione, Mezzacapo, *Codice commentato* cit., II, pp. 1297 ss., con ulteriori indicazioni bibliografiche nonché, di recente, G. Boccuzzi, *Towards a new framework for banking crisis management. The international debate and the Italian model*, Banca d'Italia, «Quad. ric. giur.», n. 71, Roma 2011, pp. 229 ss., dove vengono analizzati in dettaglio alcuni dei maggiori interventi effettuati con questo stru-

Il commissario liquidatore della Privata, che si oppone con coraggio e tenacia ai molteplici tentativi di «sistemazione» favorevole a Sindona, di fatto non approvati dalla Banca d'Italia[335], verrà ucciso da un sicario l'11 luglio 1979[336].

Il collasso dell'impero finanziario di Sindona fa scoppiare, nel 1977, lo scandalo Italcasse. Emergono centinaia di miliardi di fondi neri diretti al finanziamento occulto dei partiti gestiti dall'Istituto centrale delle casse di risparmio, che viene commissariato[337].

mento la cui attivazione, dopo la nascita di un sistema di Garanzia dei depositi (1986-87), è stata possibile solo «in casi straordinari di rilevante interesse generale» (Delibera del CICR 23 dicembre 1986) e attualmente incontra un ostacolo nel divieto di finanziamento dello Stato da parte di una banca centrale (art. 123 ex 101 TFUE), ancorché il d.m. 27 settembre 1974 non sia stato formalmente abrogato.

[335] Un ruolo fondamentale in questa opposizione svolgono il nuovo governatore Paolo Baffi (subentrato a Carli nell'agosto 1975) e, soprattutto, Mario Sarcinelli, condirettore centrale per la Vigilanza e, dal settembre 1976, vicedirettore generale. Su queste due figure, cfr. Gigliobianco, *Via Nazionale* cit., rispettivamente, pp. 307 ss. e 328, nota 255. Sull'opera e l'eredità di Baffi, cfr., di recente, M. Draghi, *La politica monetaria del Governatore Baffi*, in Banca d'Italia, Doc., n. 806, marzo 2007 (disponibile in http://www.bancaditalia.it/interventi_comunicati/integov), secondo il quale: «Gli anni in cui Paolo Baffi guidò la Banca d'Italia rappresentano l'inizio della transizione verso il modo in cui oggi intendiamo e conduciamo la politica monetaria, in un periodo di straordinarie difficoltà economiche e politiche». Per la rievocazione dell'importanza di questa figura, cfr. anche D. Masciandaro, *L'eredità del governatore della vigilanza*, in «Il Sole 24 Ore», 27 settembre 2009, secondo il quale con Baffi «le responsabilità della Banca d'Italia nella gestione della regolamentazione e supervisione abbandonarono l'accondiscendenza al disegno dirigistico di allocazione del credito, con il suo fardello di rischi di inefficienza e di corruzione. La politica di vigilanza si avviava verso una configurazione più consona ad una moderna economia di mercato. Con una lezione fondamentale: integrità e stabilità devono essere facce di una stessa medaglia». Sullo spessore scientifico e morale della persona meglio di tutti parlano i suoi scritti recentemente raccolti in Baffi, *Studi sulla moneta* cit., e *Nuovi studi sulla moneta*, con riflessioni di L. Infantino e postfazione di P. Savona, Soveria Mannelli 2011.

[336] Su questa figura, di esemplare valore civico, va ricordato il libro di C. Stajano, *Un'eroe borghese: il caso dell'avvocato Giorgio Ambrosoli assassinato dalla mafia politica*, Torino 1991, dal quale è stato tratto un film. A trent'anni dalla scomparsa esce invece il libro del figlio U. Ambrosoli, *Qualunque cosa succeda*, Milano 2009. Cfr., ancor più recente, A. Porta, *Giorgio Ambrosoli e Paolo Baffi. Due storie esemplari*, Milano 2010. Per una sintetica commemorazione, cfr. A. Resti, *Giorgio Ambrosoli, qui e ora*, in «Bancaria», n. 7-8, 2009, p. 112.

[337] Lo scandalo, per il quale nel 1981 vengono rinviati a giudizio una qua-

E sono probabilmente alcuni interventi di vigilanza «scomodi» in queste due vicende che fanno scattare una dura ritorsione del «complesso politico-affaristico-giudiziario»[338] nei confronti del vertice della Banca d'Italia. Il 24 marzo 1979 il governatore Baffi e il vicedirettore Sarcinelli ricevono un avviso di reato per interesse privato in atti di ufficio e favoreggiamento per non aver trasmesso alla magistratura informazioni contenute in un rapporto ispettivo sul Credito industriale sardo (CIS) riguardanti finanziamenti all'industria chimica SIR[339]. Sarcinelli subisce l'umiliazione di due settimane di carcere preventivo e Baffi è costretto a sospenderlo dalle funzioni per consentirne la liberazione, firmando quello che egli stesso definirà «l'atto più avvilente al quale io sia stato chiamato nella mia vita»[340]. In seguito all'episodio Baffi si dimette a fine settembre 1979[341]: il completo proscioglimento da ogni accusa per entrambi gli indagati arriverà solo nel giugno 1981[342].

rantina di imputati, lascia intravedere contiguità con un sottobosco criminale (banda della Magliana) che farà da sfondo anche ad altri dissesti bancari e ad alcuni fatti di cronaca nera (omicidio del giornalista Mino Pecorelli).

[338] Queste sono le parole utilizzate da Baffi in una sua lettera pubblicata dal settimanale «Panorama», 11 febbraio 1990, p. 120.

[339] Come si ricorderà l'art. 10 della l.b. del 1936 (come l'art. 7 del t.u.b. del 1993) prevede un'eccezione all'obbligo del rapporto per i pubblici ufficiali disponendo che i funzionari addetti alla vigilanza riferiscano esclusivamente al governatore le irregolarità constatate anche quando assumano la veste di reati.

[340] Diario di Baffi pubblicato da «Panorama», 11 febbraio 1990, pp. 121 ss., con il titolo *Cronaca di un'infamia*.

[341] «La mortificazione che mi viene inflitta con l'incriminazione e con quest'atto [la sospensione di Sarcinelli] impone l'abbandono della carica: non posso continuare a identificarmi con il sistema delle istituzioni che mi colpisce, o consente che mi si colpisca in questo modo», *ibid*. A Baffi succede Carlo Azeglio Ciampi (nominato l'8 ottobre 1979) che sarà governatore sino al 29 aprile 1993 per poi assumere la carica di presidente del Consiglio, ministro del Tesoro e del bilancio (1996-99) e, infine, decimo presidente della Repubblica (18 maggio 1999-10 maggio 2006). Insieme a Ciampi viene nominato direttore generale Lamberto Dini che ricoprirà tale posizione sino all'11 maggio 1994.

[342] Sulla vicenda, cfr. Banca d'Italia, *Rassegna della stampa nazionale sulla vicenda Baffi-Sarcinelli* (novembre 1978-dicembre 1979) e M. Onado, *L'attacco alla Banca d'Italia e la politica di vigilanza*, in «Pol. ed Econ.», maggio-giugno 1979, pp. 9 ss.; G. Amari (a cura di), *In difesa dello Stato, al servizio del paese. La battaglia di Giorgio Ambrosoli, Paolo Baffi, Silvio Novembre, Mario Sarcinelli e di Tina Anselmi*, Roma 2010.

3. *La prima direttiva banche e il suo recepimento. Il dissesto del Banco Ambrosiano e le sue conseguenze*

Sul fronte propriamente bancario, la storia dell'ultimo quarto dello scorso secolo coincide essenzialmente con la costruzione del mercato unico europeo tramite un consistente numero di direttive di settore[343]. Le esigenze di adeguamento al contesto comunitario operano sia direttamente e formalmente (recepimento di direttive) che indirettamente, per un meccanismo di competizione fra ordinamenti[344] che rende necessario l'ammodernamento delle leggi nazionali: è questo il caso, ad es., della privatizzazione della forma giuridica delle banche pubbliche (della quale si parlerà brevemente) attuata agli inizi degli anni Novanta o della privatizzazione dei mercati (realizzata a metà degli anni Novanta). Da un certo punto in poi a questo processo si affianca quello di costruzione della moneta unica, con evidenti interazioni e sinergie fra i due percorsi.

La prima direttiva CEE di coordinamento sull'accesso all'attività degli enti creditizi e il suo esercizio (dir. 77/780 del 12 dicembre 1977) segue il metodo dell'armonizzazione minimale (di alcuni istituti base) e del riconoscimento reciproco (delle autorizzazioni), proprio nel presupposto che la spinta alla competizione fra gli ordinamenti operi nel senso di una convergenza spontanea[345]. Questo primo importante pilastro dell'ordinamento bancario comune prevede essenzialmente: *a)* una nozione ampia di ente creditizio inteso come: «un'impresa la cui attività consiste nel ricevere depositi o altri fondi rimborsabili dal pubblico e nel concedere crediti per proprio conto» (art. 1, 1° trattino), dettata allo scopo di ampliare il più possibile il proprio campo di ap-

[343] Si ritiene inutile elencarle tutte in questa sede: ci si soffermerà pertanto solo su quelle più importanti con qualche accenno alle altre.

[344] Per la dialettica fra uniformazione normativa e concorrenza fra ordinamenti, cfr. A. Zoppini (a cura di), *La concorrenza fra ordinamenti giuridici*, Roma-Bari 2004.

[345] La direttiva si propone esplicitamente di «eliminare le differenze più sensibili tra le legislazioni degli Stati membri [...] al fine di facilitare l'accesso all'attività degli enti creditizi e il suo esercizio» (2° considerando), pur riconoscendo l'opportunità di «procedere per tappe successive» (3° considerando).

plicazione (5° considerando); *b)* che l'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria sia rilasciata sulla base di requisiti oggettivi, indipendenti quindi dalle esigenze economiche di mercato[346]. Essi sono: *1)* esistenza di fondi propri distinti e minimi sufficienti; *2)* presenza di almeno due persone che determinano l'orientamento dell'attività; *3)* possesso da parte di tali persone di requisiti di professionalità e onorabilità adeguati alla carica da rivestire. È inoltre prevista la presentazione di un programma di attività con indicazione del tipo di operazioni previste e della struttura organizzativa; *c)* motivazione e notifica del diniego di autorizzazione e della revoca della stessa; *d)* applicazione all'apertura di succursali aventi sede in un altro Stato membro delle norme sull'autorizzazione all'apertura di succursali nazionali; *e)* collaborazione fra autorità di controllo dei paesi membri, anche sul piano conoscitivo, al fine di agevolare la vigilanza sugli enti creditizi aventi sede nel territorio della Comunità; *f)* previsione dell'obbligo del segreto d'ufficio per tutte le persone che esercitano un'attività presso le autorità di controllo nazionali; *g)* istituzione, presso la Commissione CE, di un Comitato consultivo delle autorità competenti degli Stati membri con il compito di assistere la Commissione stessa nell'assicurare la corretta applicazione delle direttive di settore e nell'elaborazione di nuove proposte per l'ulteriore coordinamento da presentare al Consiglio.

La prima direttiva banche viene recepita nel nostro ordinamento con il d.p.r. 27 giugno 1985, n. 350, emanato in base alla legge delega 5 marzo 1985, n. 74[347], il quale adegua l'ordinamento italiano alle disposizioni comunitarie ribadendo la natura d'impresa dell'attività bancaria, «indipendentemente dalla natura pubblica o privata degli enti che la esercitano» (art. 1, com-

[346] In ossequio al cennato principio di gradualità, la direttiva prevede tuttavia, per i paesi che non possano immediatamente abbandonare tale criterio a causa di «difficoltà tecniche o strutturali» del proprio sistema, la possibilità di continuare a tenerne conto per un periodo transitorio di sette anni più cinque (art. 3.3, lett. *b* e *c*). L'Italia sfrutta interamente tale periodo, sino quindi al dicembre 1989.

[347] Su tali testi normativi, cfr. il commento redatto da vari autori in Capriglione, Mezzacapo, *Codice commentato* cit., II, pp. 1361 ss., nonché L. Desiderio, *Le norme di recepimento della Direttiva comunitaria n. 780/77 in materia creditizia*, Banca d'Italia, «Quad. ric. giur.», n. 6, Roma 1986.

ma 1), dettando una nuova disciplina dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria basata su parametri oggettivi e meno discrezionali e una dettagliata regolamentazione dei requisiti di onorabilità e professionalità degli esponenti bancari[348].

Intanto, anche gli anni Ottanta iniziano con una storia di dissesto bancario: la crisi del Banco Ambrosiano, una delle più importanti banche private del paese con oltre 4.000 dipendenti disseminati in più di 100 filiali, raccolta diretta per quasi 3.700 miliardi di lire, circa 38.000 azionisti, a capo di un gruppo che conta circa 80 società delle quali molte ubicate in paradisi fiscali poco collaborativi con le autorità di vigilanza nazionali[349]. L'inefficacia della vigilanza su queste consociate estere e l'impossibilità delle autorità di controllo italiane di effettuare direttamente ispezioni su di esse, consentono di fatto al *patron* del banco Roberto Calvi di realizzare operazioni fraudolente, assunzioni di rischio eccessive e rendere poco trasparenti gli stessi assetti proprietari della banca. Calvi, che trova una sponda nella dirigenza dello IOR (la banca del Vaticano), si muove inoltre con disinvol-

[348] Costi, *L'ordinamento* cit., p. 72, ha individuato nell'emanazione del d.p.r. n. 350/1985: «Il momento di svolta verso il nuovo ordinamento bancario» e l'inizio di un nuovo stile di vigilanza meno discrezionale, più rispettoso dell'autonomia imprenditoriale delle banche e più ancorato a parametri oggettivi (es. coefficienti patrimoniali).

[349] Sul caso Ambrosiano, cfr. Banca d'Italia - Vigilanza, *Gestione delle crisi bancarie: il caso Ambrosiano*, Roma 1984; F. Belli, S. Maccarone, *Le crisi bancarie: il caso del Banco Ambrosiano*, Milano 1985; C. Bellavite Pellegrini, *Storia del Banco Ambrosiano. Fondazione ascesa e dissesto*, Bari 2002; C. Raw, *La grande truffa. Il caso Calvi e il crack del Banco Ambrosiano*, Milano 1993; M.A. Calabrò, *Le mani della mafia. Vent'anni di mafia e politica attraverso la storia del Banco Ambrosiano*, Roma 1991; N. Nesi, *Una storia italiana: il salvataggio del Banco Ambrosiano*, in «Bancaria», n. 3, 1987, pp. 69 ss.; M. Pisani, *Roberto Calvi e il Banco Ambrosiano. Da un'arringa di parte civile*, Padova 2010. In occasione del venticinquennale, la storia del dissesto e del risanamento del Banco Ambrosiano è stata ripercorsa in alcune interviste con i protagonisti del salvataggio. Fra di esse se ne segnalano due con Giovanni Bazoli (la prima di A. Quaglio, *Così Bazoli racconta la sfida dell'Ambrosiano*, in «Il Sole 24 Ore», 7 agosto 2007, p. 13 – nella stessa pagina vi è una ricostruzione dello sfondo ambientale in cui maturò il dissesto a cura di A. Bernacchi, *Quell'anno di attentati mafiosi e con protagonista la loggia P2* – e la seconda di M. Giannini, *La mia vera storia sull'Ambrosiano fra Calvi e la P2*, in «la Repubblica», 7 agosto 2007, pp. 1 e 12) e una con l'allora governatore della Banca d'Italia: *Ciampi: così salvammo l'Ambrosiano*, in «Il Sole 24 Ore», 8 agosto 2007, pp. 1 e 12.

tura negli ambienti dei servizi segreti, logge massoniche deviate, avventurieri senza scrupoli e malavita organizzata.

Un'ispezione effettuata dalla Banca d'Italia nel 1978 (che dà luogo al c.d. «Rapporto Padalino»), pur intuendo una serie di problemi, si arresta proprio di fronte al muro delle consociate estere. Da essa prende comunque avvio un processo nei confronti di Calvi per esportazioni illecite di valuta che si chiuderà, nel luglio 1981, con una condanna. La Vigilanza inizia quindi a mettere sotto pressione il consiglio di amministrazione per tentare di ricostruire assetti proprietari reali e la situazione dei rischi facenti capo alle consociate estere.

Verso la fine della primavera del 1982 la situazione precipita: il 31 maggio la Vigilanza contesta al Banco, i cui titoli sono da poco passati dal Ristretto alla borsa ufficiale, l'esistenza di un rischio complessivo del gruppo estero pari a circa 1,4 miliardi di dollari, ben superiore a quello risultante dalle scritture contabili. L'11 giugno si diffonde la voce della scomparsa di Calvi, il 14 la Banca d'Italia avvia una nuova ispezione, il 17 il consiglio di amministrazione si riunisce e chiede che il Banco venga messo in amministrazione straordinaria: provvedimento che viene subito adottato il 19 giugno (per due giorni la banca è affidata alla guida di Vincenzo Desario, nominato commissario provvisorio). Il 18 giugno il corpo di Calvi è rinvenuto a Londra: le circostanze della sua morte non saranno mai interamente chiarite. Il 6 agosto il Banco viene sottoposto a liquidazione coatta amministrativa e la crisi viene risolta con la cessione delle attività e passività a una *new company* (Nuovo Banco Ambrosiano) formata da un *pool* di banche, promosso dalla Banca d'Italia, che già in amministrazione straordinaria aveva fornito sostegno finanziario. Nonostante la valorizzazione dell'avviamento, il forte sbilancio di cessione viene ripianato facendo ricorso al meccanismo delle anticipazioni a tasso agevolato previsto dal menzionato d.m. 27 settembre 1974: continuità aziendale, depositanti e clienti in generale nonché livelli occupazionali vengono salvaguardati.

Forte è la lezione appresa dalle autorità di controllo dalla vicenda dell'Ambrosiano.

A livello internazionale, aumenta la sensibilità per le problematiche della vigilanza sulle filiazioni estere, e il nuovo concordato di Basilea, sottoscritto nel maggio 1983, evidenzia la necessità

che nessun insediamento estero sfugga alla vigilanza e definisce con precisione i compiti spettanti alle autorità di controllo dei vari paesi. Tali principi sono ripresi a livello europeo dalla dir. CEE 83/350 del 13 giugno 1983 in tema di vigilanza su base consolidata (attuata in Italia con l. 17 aprile 1986, n. 114) che impone la trasparenza di tutte le partecipazioni estere nei confronti dell'autorità di controllo della casa madre e detta un quadro di riferimento per la collaborazione fra autorità di controllo basata sullo scambio di informazioni. È interessante notare come la dottrina più consapevole prenda spunto dalla vicenda dell'Ambrosiano per evidenziare «la contraddizione fra l'ultima enclave del nazionalismo, la pubblica amministrazione e l'internazionalizzazione delle attività economiche» e si spinga, molto prima che l'argomento diventi, con il Rapporto Lamfalussy del 2001, di attualità a livello comunitario, ad auspicare «una soluzione diversa [rispetto alla collaborazione fra autorità, n.d.r.], quella di una autorità internazionale che funzioni come organo di sorveglianza»[350].

Sul piano interno, oltre alla delibera del CICR sulle partecipazioni estere del 28 gennaio 1981 – adottata proprio per tentare di fare chiarezza sui reali assetti proprietari del Banco –, l'intervento di sostegno della Banca d'Italia basato sul c.d. «decreto Sindona» riapre un dibattito tendente a spostare il costo dei salvataggi bancari dalla collettività agli utenti dei servizi bancari stessi[351], che, anche per rispondere a precise sollecitazioni comunitarie[352], porta alla costituzione, nel 1986, del Fondo interbancario di tutela dei depositi (FITD), operativo dall'anno successivo con un tetto di protezione piuttosto generoso (200 milioni di lire)[353], ben

[350] S. Cassese, *Banco Ambrosiano e controlli pubblici*, in Belli, Maccarone, *Le crisi* cit., pp. 42 s.

[351] Cfr., in proposito, E. Montanaro, *La politica della vigilanza di fronte al disseto del Banco Ambrosiano: considerazioni per un riesame*, in Belli, Maccarone, *Le crisi* cit., pp. 63 ss.; M. Porzio, *Conclusioni*, in questo stesso volume, pp. 69 ss.

[352] Cfr. la raccomandazione della Commissione del 22 dicembre 1986, relativa all'istituzione, nella Comunità, di sistemi di garanzia dei depositi, in Capriglione, Mezzacapo, *Codice commentato* cit., II, pp. 2070 ss., con *Commento* di V. Nastasi.

[353] Sullo statuto e il Regolamento del FITD, cfr. V. Nastasi, in Capriglione, Mezzacapo, *Codice commentato* cit., II, pp. 2277 ss.

prima che, nel 1994, una direttiva comunitaria renda obbligatoria l'adozione di un meccanismo di assicurazione dei depositi[354].

Sempre sul piano interno, la vicenda dell'Ambrosiano evidenzia la necessità di migliorare i meccanismi di collaborazione fra autorità di controllo aventi compiti diversi. I rapporti fra Banca d'Italia e CONSOB per quanto riguarda la quotazione in borsa – avvenuta il 5 maggio 1982 (quindi a ridosso del dissesto), in base anche a un parere positivo della Banca d'Italia – danno luogo a un carteggio fra le due autorità[355]. La CONSOB chiede copia integrale del Rapporto Padalino (che era stato trasmesso su richiesta alla Procura della Repubblica di Milano il 29 luglio 1980), che però non le viene fornito, pur restando l'organo di vigilanza bancaria disponibile a fornire le informazioni specifiche di interesse della CONSOB in esso contenute. La vicenda, che provoca le dimissioni del presidente della CONSOB Guido Rossi, dà luogo anche alla presentazione, nel 1984, di un esposto alla Pretura di Roma da parte della CONSOB, che viene tuttavia archiviato[356]. La collaborazione è allora regolata dall'art. 18, lett. *d*, del d.p.r. 31 marzo 1975, n. 138, secondo il quale la Banca d'Italia è tenuta a dare immediata comunicazione alla CONSOB delle irregolarità riscontrate nell'esercizio delle sue funzioni che richiedano l'immediata l'intervento della stessa. L'art. 7 del t.u.b. (d.lgs. n. 385/1993) regolerà poi meglio la materia stabilendo che: «La Banca d'Italia, la CONSOB, la COVIP, l'ISVAP e l'UIC collaborano tra loro, anche mediante scambio di informazioni, al fine di agevolare le rispettive funzioni. Detti organismi non possono reciprocamente opporsi il segreto d'ufficio»[357]. Il concetto viene poi ulteriormente affinato dalla l. 28 dicembre 2005, n. 262 (c.d. «riforma del risparmio»), secondo la quale:

[354] Si tratta della dir. 94/19/CE che viene recepita in Italia con il d.lgs. 4 dicembre 1996, n. 659, che inserisce gli artt. 96-*bis*/96-*quater* nel t.u.b. del 1993.

[355] Vedilo ricostruito nel dettaglio nell'intervento del ministro del Tesoro Andreatta di risposta ad alcune interpellanze del 2 luglio 1982, edito in Appendice a Belli, Maccarone, *Le crisi* cit., pp. 113 ss.

[356] La circostanza è ricordata dalla sentenza di legittimità del processo per bancarotta fraudolenta conseguente al dissesto: Cass. pen., 14 luglio 1998, n. 8327.

[357] Così il comma 5, nella versione risultante a seguito delle modifiche introdotte dall'art. 2, comma 2 del d.lgs. 4 agosto 1999, n. 333.

La Banca d'Italia, la CONSOB, l'ISVAP, la COVIP e l'Autorità garante della concorrenza e del mercato collaborano tra loro, anche mediante scambio di informazioni, per agevolare l'esercizio delle rispettive funzioni. Le Autorità non possono reciprocamente opporsi il segreto d'ufficio. Tutti i dati, le informazioni e i documenti comunque comunicati da una ad altra Autorità, anche attraverso l'inserimento in archivi gestiti congiuntamente, restano sottoposti al segreto d'ufficio secondo le disposizioni previste dalla legge per l'Autorità che li ha prodotti o acquisiti per prima (art. 21).

Non solo, la legge stessa prevede che le autorità di controllo si coordino per il miglior perseguimento delle loro finalità[358].

4. *La nuova legge sugli ICS e il «divorzio» fra Tesoro e Banca d'Italia. Lo SME e la nascita dell'euro. Basilea 1. Gli accordi del Plaza e del Louvre. L'Atto unico europeo. L'ultima fase della normativa valutaria: la liberalizzazione*

Nel 1981 viene meglio regolamentata l'operatività degli Istituti di credito speciale (ICS) ai quali vengono estese gran parte delle norme della l.b. sulla vigilanza dettate per le aziende di credito, rendendo così più omogeneo il sistema[359].

Nel luglio dello stesso anno ha luogo il c.d. «divorzio» fra Tesoro e Banca d'Italia: viene fatto cessare l'impegno della banca di

[358] L'art. 20 prevede infatti che: «La Banca d'Italia, la CONSOB, l'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e di interesse collettivo (ISVAP), la Commissione di vigilanza sui fondi pensione (COVIP) e l'Autorità garante della concorrenza e del mercato, nel rispetto della reciproca indipendenza, individuano forme di coordinamento per l'esercizio delle competenze ad essi attribuite anche attraverso protocolli d'intesa o l'istituzione, senza nuovi o maggiori oneri a carico della finanza pubblica, di comitati di coordinamento».

[359] L. 10 febbraio 1981, n. 23, *Conferimenti al capitale e al fondo di dotazione di istituti ed enti di credito di diritto pubblico; modificazioni alla legge 11 aprile 1953, n. 298, concernente lo sviluppo dell'attività creditizia nel campo industriale nell'Italia meridionale ed insulare; fusione per incorporazione dell'Istituto di credito per le imprese di pubblica utilità nel Consorzio di credito per le opere pubbliche.* Per l'omogeneizzazione del sistema di vigilanza, cfr. il *Commento* di C. Motti all'art. 14 della legge, in Capriglione, Mezzacapo, *Codice commentato* cit., II, pp. 1325 ss.

acquistare i titoli di Stato non sottoscritti in asta. Dal punto di vista economico, la misura comporta un'attenuazione della correlazione fra la dimensione del fabbisogno pubblico e la creazione di base monetaria e un rafforzamento di quella fra fabbisogno e tassi di interesse. Dal punto di vista istituzionale, essa può essere considerata la prima tappa di un percorso che porterà la banca centrale a conquistare una sempre maggiore indipendenza dal Tesoro[360].

Nel frattempo la CEE, che continua ad allargare i suoi confini tramite l'adesione di un numero crescente di Stati, prosegue nel suo cammino di integrazione economica e monetaria. Il 6-7 luglio 1978 si tiene a Brema un vertice franco-tedesco che prevede il rilancio della cooperazione monetaria con la creazione, in sostituzione del serpente, di un Sistema monetario europeo (SME) che viene varato dal Consiglio europeo che si tiene a Bruxelles il 4 dicembre dello stesso anno[361]. Lo SME diviene operativo il 13 marzo 1979 e attua un meccanismo di coordinamento valutario più stretto ed evoluto rispetto al precedente. Esso si basa sull'obbligo di ogni valuta di rispettare una variazione massima (banda di oscillazione) del 2,25% (alla lira italiana ne viene inizialmente accordata una più ampia del 6%) rispetto a un paniere di valute europee (l'ECU, European Currency Unit) che funge da base per calcolare l'eventuale divergenza di una delle monete aderenti[362].

[360] Per il profilo giuridico è interessante notare come l'acquisto residuale dei titoli di Stato da parte della Banca d'Italia si basasse su di una mera prassi introdotta nel 1976 e che il «divorzio» avvenga con un semplice scambio di lettere fra il ministro del Tesoro Andreatta e il governatore Ciampi. Per una rievocazione di quelle vicende, cfr. ora C.A. Ciampi, *Così battemmo l'inflazione a due cifre*, in «Il Sole 24 Ore», 15 febbraio 2011, p. 19, il quale afferma: «La riconquistata autonomia della banca centrale riduceva il finanziamento agevolato della spesa pubblica, cosicché il tasso di interesse poteva riprendere il suo ruolo chiave di determinazione delle condizioni di equilibrio del mercato monetario e finanziario».

[361] Che approva il Regolamento CEE 18 dicembre 1978, n. 3181, relativo a un sistema monetario europeo.

[362] L'ECU comporta un'interazione fra le banche centrali dei paesi aderenti allo SME, che assumono l'obbligo di intervenire per mantenere le rispettive valute all'interno della parità centrale, le cui procedure sono dettate nell'accordo del 13 marzo 1979 (*Agreement between the Central Banks of the member States of the European Economic Community laying down the operating procedures for the European Monetary System*).

Nel corso del tempo lo SME subisce vari riallineamenti – le valute deboli (Francia, Italia, Spagna, Portogallo e Grecia) si svalutano periodicamente nei confronti di quelle forti (Germania, Olanda, Belgio, Danimarca e Lussemburgo) –, sino a quello del settembre 1992, in seguito al quale la banda di oscillazione viene ampliata al 15%, che segna la crisi definitiva del sistema. Tale crisi dipende principalmente: dalla conflittualità degli obiettivi della libera circolazione delle merci e dei capitali in un sistema di cambi fissi con quello dell'autonomia monetaria dei singoli paesi aderenti al sistema (la metafora del c.d. «quartetto contraddittorio», coniata da Tommaso Padoa Schioppa nel 1987); dal processo di riunificazione tedesco, che viene finanziato essenzialmente tramite il debito pubblico e comporta quindi aumenti del tasso di interesse con conseguente forte rivalutazione del marco; dall'aumento esponenziale dei movimenti dei capitali finanziari che rende inefficace l'azione delle banche centrali a difesa delle proprie valute in caso di attacchi speculativi del mercato.

L'azione concertata delle varie nazioni in materia di tassi di cambio è in questo periodo spesso al centro delle riunioni al vertice fra i rappresentanti dei paesi maggiormente sviluppati. Il tema assume rilievo centrale al vertice G7 di Versailles (luglio 1982). Viene commissionato un Rapporto a un gruppo di lavoro, presieduto dal francese Philippe Jurgensen, al quale viene affidato il compito di verificare se una qualche forma di intervento concertato possa essere efficace contro la volatilità che minaccia le relazioni commerciali. Quando viene pubblicato, il Rapporto Jurgensen riconosce che l'eccessiva volatilità ha avuto «conseguenze avverse» per le singole economie e per il funzionamento del processo di aggiustamento internazionale ma non giunge a conclusioni univoche sull'efficacia dell'intervento. Alcuni risultati vengono raggiunti con gli accordi del Plaza e del Louvre, promossi dal segretario al Tesoro USA, James Baker. Scopo della Conferenza dell'Hotel Plaza (New York, settembre 1985) è quello di porre fine all'eccesivo apprezzamento del dollaro, il cui valore, nel periodo 1980-84, è praticamente raddoppiato rispetto alle valute dei paesi del G10. Nel 1985 la valuta USA inizia già a deprezzarsi e, quando la Conferenza inizia, ha perso quasi un quarto dell'aumento di valore messo a segno nei cinque anni precedenti. Al Plaza i rappresentanti del G7 convengono sul fatto che il dollaro debba scende-

re ulteriormente, annunciando di voler impiegare a tal scopo fino a 18 miliardi di dollari in un periodo di sei settimane. Nel febbraio 1987, quando si tiene il vertice G7 del Louvre, il dollaro ha perso oltre tre quarti del suo precedente apprezzamento. I partecipanti ritengono tale livello appropriato e discutono di *target zones* o *range* di riferimento intorno a un tasso centrale, che non troveranno tuttavia applicazione. Dopo il Louvre il cambio del dollaro viene mantenuto stabile per circa otto mesi, grazie a massicci acquisti di valuta statunitense da parte della Germania e soprattutto del Giappone. Con il senno di poi i risultati di tale politica non sono stati particolarmente felici. Gli acquisti tedeschi vengono infatti fortemente indiziati di aver provocato prima inflazione e poi una contrazione dell'economia. Gli acquisti giapponesi, più massicci e protratti nel tempo, sono invece ritenuti fra le cause della successiva esplosione del mercato azionario e del settore immobiliare poi seguita da altre difficoltà dell'economia nipponica. Già nell'ottobre 1987, comunque, il livello fissato dal vertice del Louvre incomincia a dar segni di cedimento e il dollaro comincia un'altra parabola discendente: a fine anno raggiunge più o meno il punto da cui era partito nel 1980 per poi fluttuarvi attorno. La memoria delle vicende di quegli anni ritorna in tempi recenti condizionando le prese di posizione dei grandi paesi (fra i quali spicca ormai la Cina) nella «guerra delle valute» che sembra scoppiare nell'autunno del 2010 come effetto della crisi[363].

La crisi dello SME evidenzia la necessità di procedere verso una moneta unica. Il primo passo del lungo cammino che porta alla nascita dell'UEM e dell'euro può essere considerato il Consiglio europeo di Hannover del 28 giugno 1988 che nomina il Comitato per lo studio dell'UEM, composto dal presidente della Commissione Jacques Delors (che lo dirige) e dai governatori delle banche centrali degli Stati membri[364]. Nell'aprile 1989

[363] Sui vertici di Versailles, Plaza e Louvre, cfr., per tutti e sinteticamente: M. Friedman, *L'eterna illusione di cambi fissi*, in http://www.bpp.it/apulia/html/archivio/1993/II/art/R93II004.html; H. James, *Interventi problematici*, 1° ottobre 2010, in http://www.project-syndicate.org/commentary/james45/Italian.

[364] Uno dei due segretari del Comitato è il vicedirettore generale della Banca d'Italia Tommaso Padoa Schioppa che diventerà in seguito membro del *board* della BCE.

il Comitato rassegna il suo Rapporto che suggerisce la realizzazione dell'UEM in tre fasi sottolineando l'importanza dei criteri di convergenza economica, della liberalizzazione dei mercati e dell'indipendenza della Banca centrale europea (BCE). I Consigli europei di Strasburgo (dicembre 1989) e di Dublino (giugno 1990) convocano due Conferenze intergovernative incaricate di proporre le modifiche da apportare al Trattato per inserire in esso i vari aspetti istituzionali legati all'UEM. Le due CIG presentano i risultati del proprio lavoro al Consiglio europeo di Maastricht (dicembre 1991) che approva il Trattato sull'Unione Europea (noto appunto come «Trattato di Maastricht»), formalmente sottoscritto nel febbraio 1992, ribadendo la volontà di dar vita a una moneta unica europea forte e stabile con la creazione di un centro decisionale unico in materia monetaria (la futura BCE), la determinazione di criteri di convergenza economica e la predisposizione di un calendario in tre tappe che vengono progressivamente definite. Esse sono: *I)* dal luglio 1990 con la piena circolazione dei capitali, sino al 1° gennaio 1994, con la creazione dell'Istituto monetario europeo (IME), che fa da battistrada alla BCE. *II)* Dal 1° gennaio 1994 al 1° gennaio 1999[365]: durante tale fase vengono individuati gli undici paesi partecipanti sulla base dei criteri di convergenza e fissati in modo irrevocabile i cambi bilaterali tra i paesi partecipanti (maggio 1998). Sempre nel corso del 1998 i paesi ammessi provvedono al recepimento di tutta la legislazione comunitaria in materia di moneta unica e all'adeguamento di quella nazionale[366] e vengono fatti tutti i preparativi necessari all'entrata in funzione della BCE. Vengono infine irrevocabilmente fissati i tassi di conversione fra le singole valute e

[365] Passaggi significativi di questa importante fase di transizione sono: *a)* il Libro verde della Commissione sulle misure pratiche per l'introduzione della moneta unica (marzo 1995); *b)* la prima Relazione dell'IME sulla transizione alla divisa comune (novembre 1995); *c)* il Consiglio europeo di Madrid nel quale vengono definiti i tempi delle tappe intermedie della fase di transizione.

[366] Per il nostro paese assumono rilievo specialmente il d.lgs. 10 marzo 1998, n. 43, *Adeguamento dell'ordinamento nazionale alle disposizioni del Trattato istitutivo della Comunità europea in materia di politica monetaria e di Sistema europeo delle banche centrali*, e il d.lgs. 24 giugno 1998, n. 213, *Disposizioni per l'introduzione dell'EURO nell'ordinamento nazionale, a norma dell'art. 1, comma 1, della legge 17 dicembre 1997, n. 433*.

l'euro che, dal 1° gennaio 1999, diventa la divisa ufficiale dei paesi partecipanti all'UEM, adottabile per tutte le forme di pagamento non fisiche. *III)* Dal 1° gennaio 1999 sino al 1° gennaio 2002, durante la quale l'euro viene utilizzato in base al principio: «nessun obbligo, nessuna proibizione»[367], inizia a operare la BCE e si adottano tutti i cambiamenti necessari a rendere possibile la circolazione fisica dell'euro, che inizia dal 1° gennaio 2002.

Il Comitato di Basilea, che fin dalla sua nascita ha concentrato in particolar modo la propria attività sulla definizione di norme prudenziali riguardanti il rischio di credito, emana, nel luglio 1988, l'Accordo sul capitale delle banche (Basilea 1, per distinguerlo dai successivi emendamenti): uno schema normativo in tema di adeguatezza patrimoniale basato sull'imposizione di coefficienti minimi di capitalizzazione[368]. Il più importante è quello di solvibilità individuale che prevede che il patrimonio di una banca debba essere pari per lo meno all'8% del totale dell'attivo di una banca ponderato per il rischio. L'accordo – parte fondamentale del disegno volto a far evolvere la vigilanza dal modello c.d. «strutturale» (più basato sui controlli all'entrata e sulle singole autorizzazioni) a quello c.d. «prudenziale» (prevalentemente incentrato sulla fissazione di un insieme di regole che prevedono il rispetto di parametri basati sul patrimonio, con lo scopo di garantire l'equilibrio della gestione bancaria) – viene trasfuso nella dir. 89/647/CEE del Consiglio, del 18 dicembre 1989, relativa al coefficiente di solvibilità degli enti creditizi[369].

Va ricordato come la creazione dell'UEM proceda di pari passo con l'edificazione del mercato unico che ha fra i propri punti qualificanti l'abolizione delle barriere non tariffarie che ancora proteggono i singoli mercati nazionali. Il 1° luglio 1987 entra in vigore l'Atto unico europeo (AUE, firmato a Lussembur-

[367] Vale a dire che l'utilizzo della moneta unica non può essere imposto unilateralmente ma non può nemmeno essere vietato se le parti si accordano in tale senso.

[368] Cfr. *Basel Committee, International convergence of capital measurement and capital standards* (updated to April 1998), July 1988, in http://www.bis.org/publ/bcbsc111.htm.

[369] Sulla quale, cfr. C.M. D'Acunti, in Capriglione, Mezzacapo, *Codice commentato* cit., II, pp. 2236 ss.

go il 17 febbraio 1986 da nove Stati membri e il 28 febbraio 1986 dalla Danimarca, dall'Italia e dalla Grecia), con il quale si procede a una revisione dei Trattati di Roma al fine di rilanciare l'integrazione europea e portare a termine la realizzazione del mercato interno. L'Atto modifica le regole di funzionamento delle istituzioni europee e amplia le competenze comunitarie, in particolare nel settore della ricerca e sviluppo, dell'ambiente e della politica estera comune[370]. Così come va rammentato che il Trattato sull'Unione Europea firmato a Maastricht nel 1992 integra anche il c.d. «Trattato di Schengen» (i cui firmatari iniziali e gli attuali aderenti non coincidono esattamente con i membri dell'Unione) – inizialmente sottoscritto il 14 giugno 1985 (l'accordo), completato e rinnovato il 19 giugno 1990 (la convenzione), entrato in vigore nel 1995 e definitivamente allegato con un protocollo al Trattato di Amsterdam sottoscritto il 2 ottobre 1997 –, con il quale si è progressivamente attuata l'eliminazione dei controlli alle frontiere comuni e l'introduzione di un regime di libera circolazione per i cittadini degli Stati aderenti.

Con l'AUE prevale un nuovo approccio per l'integrazione degli ordinamenti europei basato sull'armonizzazione minimale delle regole seguita dal loro mutuo riconoscimento. L'obiettivo è quello di innescare una concorrenza delle regole e favorire così l'avvicinamento progressivo delle normative nazionali.

In questo periodo si colloca la quinta e ultima fase della legislazione valutaria che prende avvio con la legge delega 26 settembre 1986, n. 599, che detta al governo principi e criteri direttivi per la riforma del sistema valutario e ridefinisce i relativi illeciti e il riordino e razionalizzazione del procedimento relativo all'accertamento degli illeciti valutari in conformità ai principi di cui alla l. 24 novembre 1981, n. 689. Il principale criterio di delega è ispirato alla:

[370] L'AUE è preceduto dalla pubblicazione nel 1985, sotto l'impulso della Commissione presieduta da Jacques Delors, del Libro bianco sul mercato interno, che individua 279 provvedimenti legislativi necessari per completare il mercato interno e fissa, a tal fine, un calendario e la scadenza del 31 dicembre 1992. Il Consiglio europeo di Milano del 28 e 29 giugno 1985 propone infine la convocazione di una Conferenza intergovernativa (CIG) che viene inaugurata sotto la presidenza lussemburghese il 9 settembre 1985 e si conclude all'Aia il 28 febbraio 1986.

libertà delle relazioni economiche e finanziarie con l'estero. Eccezioni e limitazioni potranno essere stabilite con decreti dei Ministri competenti secondo le norme vigenti e saranno dirette a perseguire finalità di politica monetaria ovvero a contrastare effetti dannosi all'equilibrio della bilancia dei pagamenti, nel rispetto degli accordi internazionali e dei diritti fondamentali dei cittadini, con particolare riguardo alle libertà di circolazione e soggiorno, cura, lavoro, cultura. Saranno fatti salvi il monopolio dei cambi e i poteri delle altre autorità valutarie secondo le norme vigenti (art. 1, lett. *a*).

La normativa delegata è approvata con il d.p.r. 29 settembre 1987, n. 454, mentre con il successivo d.p.r. 31 marzo 1988, n. 148, viene emanato il testo unico delle disposizioni valutarie che all'art. 5 sancisce la regola generale secondo la quale «le relazioni economiche e finanziarie con l'estero sono libere, secondo la disciplina del presente testo unico». Ad esso segue la l. 21 ottobre 1988, n. 455, di depenalizzazione degli illeciti valutari.

Il settore viene nel frattempo investito dalla normativa comunitaria e, in particolare, dalla dir. 88/361/CEE del 24 giugno 1988 che impone agli Stati membri l'abolizione delle restrizioni ai movimenti di capitali tra i residenti nel territorio della Comunità lasciando agli Stati stessi le attribuzioni in materia di liquidità bancaria, di controllo dei movimenti di capitale che provochino tensioni sui mercati dei cambi e di imposizione di misure di carattere fiscale. La conseguente liberalizzazione valutaria è attuata con il decreto interministeriale del 27 aprile 1990 con il quale viene stabilito che: «I residenti possono detenere in Italia ed all'estero, sotto qualsiasi forma, valute estere, titoli ed altri valori mobiliari esteri in deroga agli obblighi previsti dal comma 1 dell'art. 6 del decreto del Presidente della Repubblica n. 148/1988» (art. 1, comma 1) e che: «L'offerta al pubblico in Italia da parte di non residenti, anche per il tramite di residenti, dei prodotti e dei servizi finanziari di cui ai successivi commi è consentita nel rispetto delle norme di settore, degli accordi comunitari, degli altri trattati e accordi internazionali» (art. 5, comma 1).

È stato in proposito notato come:

La necessità del diritto valutario di adeguarsi rapidamente non solo alle situazioni economiche, ma anche al processo di integrazione comu-

nitario, incide pertanto ulteriormente sul sistema di gerarchia delle fonti: attraverso decreti interministeriali si adegua la normativa nazionale a quella comunitaria, derogando a disposizioni di carattere legislativo per espressa delega delle stesse[371].

Ed è stato altresì osservato come:

[...] la disciplina del 1990 in materia valutaria mantiene in vita un complesso ordinamento di regolazione e disciplina, molto articolato ed estremamente discrezionale, ma ne allarga, in via amministrativa, come consentito dalle norme, le maglie. Per questo motivo non bisogna confondere la liberalizzazione valutaria in senso economico, con la liberalizzazione valutaria in senso giuridico. La prima c'è, la seconda no. Ciò è reso possibile dall'estrema elasticità di un complesso normativo complessivamente "interventista", ma che lascia all'autorità amministrativa anche il potere discrezionale di autolimitarsi o, meglio, di conferire una parvenza di libertà con autorizzazioni di carattere generale, che hanno una portata pratica non meno rilevante dell'affermazione legislativa della libertà del commercio internazionale delle valute[372].

[371] Roversi Monaco, Lugaresi, *Analisi degli strumenti normativi* cit., p. 19.
[372] S. Cassese, *Si annunciò anfora e finì orciuolo: gli aspetti giuridici della cosiddetta liberalizzazione valutaria del 1990*, in «Giur. comm.», I, 1990, p. 796.

VI.
DALLA SECONDA DIRETTIVA BANCHE AL 2011

1. *La seconda direttiva banche. La riforma della banca pubblica e la legge* antitrust. *La prima regolamentazione degli intermediari finanziari non bancari e dell'antiriciclaggio. Il t.u.b. e le* Istruzioni di vigilanza. *La legge antiusura*

La filosofia di fondo dell'AUE, che guarda all'integrazione

come a un obiettivo da perseguire gradualmente tramite l'armonizzazione minimale e il mutuo riconoscimento, è seguita anche in campo bancario dove, dopo aver realizzato, con una serie di atti specifici[373], le c.d. «armonizzazioni tecniche complementari», la Comunità adotta la seconda direttiva di coordinamento bancario, dir. 89/646/CEE del 15 dicembre 1989[374]. Quest'ultima segue quindi l'impostazione basata sulla «armonizzazione essenziale, necessaria e sufficiente per pervenire ad un reciproco riconoscimento delle autorizzazioni e dei sistemi di vigilanza prudenziale che consenta il rilascio di un'unica autorizzazione valida in tutta la Comunità e l'applicazione del principio della vigilanza da parte dello Stato membro d'origine» (4° considerando) e sul riconoscimento reciproco delle attività – rientranti fra quelle previste in un elenco di 14 punti allegato alla direttiva stessa – esercitate, tramite stabilimento di una succursale o mediante libera prestazione di servizi, da un ente creditizio autorizzato in uno Stato membro (13° considerando). Allo Stato membro d'origine spetta «la responsabilità in materia di vigilanza sulla solidità finanziaria, e in particolare, sulla sua solvibilità», mentre «l'autorità dello Stato membro ospitante mantiene le sue responsabilità in materia di vigilanza sulla liquidità e di politica monetaria» (11° considerando e art. 13). La seconda direttiva banche procede quindi a un'ulteriore armonizzazione delle condizioni di autorizzazione e di esercizio – capitale iniziale minimo e permanenza dei fondi propri, comunicazioni relative ai detentori di partecipazioni qualificate e relativi requisiti – e prevede che: «Le autorità competenti dello Stato membro d'origine esigono che ciascun ente creditizio

[373] Si ricordano, in particolare, i seguenti: *a)* dir. 86/635/CEE dell'8 dicembre 1986, sui conti annuali e consolidati; *b)* Racc. 87/62/CEE del 22 dicembre 1986, sui grandi fidi; *c)* Racc. 87/63 del 22 dicembre 1986, sui sistemi di assicurazione dei depositi (già menzionata); *d)* dir. 87/102 del 22 dicembre 1986, sul credito al consumo; *e)* dir. 89/117/CEE del 13 febbraio 1989, sulla pubblicità dei documenti contabili delle succursali; *f)* dir. 89/299/CEE del 17 aprile 1989, sui fondi propri; *g)* dir. 89/647/CEE del 18 dicembre 1989, sul coefficiente di solvibilità (complementare alla precedente e già menzionata). Tutti questi atti comunitari sono editi (e alcuni anche commentati) in Capriglione, Mezzacapo, *Codice commentato* cit., II, pp. 1977 ss.

[374] Il testo originario della direttiva è edito in Capriglione, Mezzacapo, *Codice commentato* cit., II, pp. 2176 ss., con *Commento* di L. Desiderio.

sia dotato di una buona organizzazione amministrativa e contabile e di adeguate procedure di controllo interno» (art. 13.2).

Fra l'emanazione della seconda direttiva banche e il suo recepimento il nostro paese adotta alcune incisive riforme in campo bancario e del diritto dell'economia in generale.

Con la l. 30 luglio 1990, n. 218 e con i conseguenti d.lgs. 20 novembre 1990, nn. 356, 357 e 358 (provvedimenti noti nel loro complesso come «legge Amato», dal nome del ministro del Tesoro proponente) si detta una disciplina per la privatizzazione della forma giuridica delle banche pubbliche (essenzialmente casse di risparmio e istituti di credito di diritto pubblico) – basata sulla scissione fra ente conferente (che mantiene, ancora per un certo periodo, la qualifica di «pubblico» e detiene le partecipazioni bancarie dedicandosi alle attività del c.d. «terzo settore») e s.p.a. bancaria alla quale viene invece riservata l'attività di intermediazione creditizia – e una disciplina del gruppo creditizio. Lo scorporo della s.p.a. bancaria dall'ente pubblico conferente e la formazione di gruppi creditizi (a capo dei quali può essere solo una s.p.a. bancaria o una società finanziaria e non l'ente conferente stesso) viene favorito tramite incentivi fiscali. Si pongono così le premesse per una graduale privatizzazione degli assetti proprietari delle banche pubbliche (e quindi per una loro gestione più orientata a criteri di mercato che alle convenienze politiche) e si compie un primo importante passo verso la despecializzazione tramite la cancellazione di alcune delle tradizionali categorie di banche disegnate dalla l.b. del 1936-38[375].

[375] Sulla riforma della banca pubblica (che può ben essere considerata l'innovazione di settore più importante dall'emanazione della l.b.) e l'introduzione del gruppo creditizio la letteratura è troppo vasta per essere citata (anche solo in parte). Ci si limita qui a segnalare due studi preparatori che ebbero enorme importanza nel disegnare l'architettura della riforma: Banca d'Italia, *Ordinamenti degli enti creditizi pubblici. Analisi e prospettive*, in «Boll. econ.», Roma, gennaio-giugno 1981; Banca d'Italia, *Ordinamento degli enti creditizi pubblici. L'adozione del modello della società per azioni*, Roma, febbraio 1988 nonché AA.VV., *La ristrutturazione della banca pubblica e la disciplina del gruppo creditizio*, Banca d'Italia, «Quad. ric. giur.», n. 26, Roma 1992, che raccoglie tutti i testi legislativi (con le relative relazioni governative e i disegni di legge preparatori) e la normativa secondaria emanata in base ad essi. È stato opportunamente notato che: «Il mutamento dell'assetto istituzionale della banca pubblica è ravvisato come condizione propedeutica per la trasformazione del sistema bancario nel

La privatizzazione degli assetti proprietari delle banche avverrà gradualmente, nel corso degli anni Novanta e nei primi anni del nuovo secolo, nell'ambito di una più generale massiccia politica di privatizzazione delle imprese pubbliche che trova il suo quadro giuridico nel d.l. 31 maggio 1994, n. 332, conv. in l. 30 luglio 1994, n. 474, con il quale verrà abrogato l'obbligo di mantenimento della maggioranza delle azioni con diritto di voto delle s.p.a. bancarie risultanti dalla riforma in capo all'ente pubblico conferente, contenuto nell'art. 19, comma 1, del d.lgs. n. 356/1990. Con il successivo d.lgs. 17 maggio 1999, n. 153, viene mutata la natura giuridica delle fondazioni bancarie (che diventano private) e viene loro imposta la dismissione delle partecipazioni di controllo nelle s.p.a. bancarie inizialmente entro quattro anni (cfr. artt. 6 e 25), di seguito prorogati di altri tre (art. 4.1, d.l. 24 giugno 2003, n. 143, conv. in l. 1° agosto 2003, n. 212)[376].

suo complesso», La Francesca, *Il sistema bancario* cit., p. 144. E ancora: «Con le leggi degli anni Novanta s'iniziarono a tracciare i lineamenti di un cambiamento profondo, intensificatosi con l'avvio delle privatizzazioni e in sintonia con il delinearsi di mercati più complessi. Il mutamento dell'assetto istituzionale della banca pubblica fu ravvisato come condizione propedeutica alla trasformazione del sistema bancario nel suo complesso. [...] La legge Amato-Carli del luglio 1990, nel dettare norme rivolte alla ristrutturazione della banca pubblica, investì quale destinatario indiretto tutto il sistema economico, che venne così ad aprirsi a processi di integrazione, innovazione finanziaria e cambiamento istituzionale nel settore creditizio», Conte (a cura di), *Le Banche e l'Italia* cit., p. 17.

[376] Secondo Onado, *La lunga rincorsa* cit., p. 451: «[...] a partire dalla Legge Amato, si avvia un processo di ristrutturazione che porta nel giro di un solo decennio a identificare 4-5 gruppi bancari, presenti in tutti i settori dell'intermediazione, paragonabili, per dimensioni e redditività, a quelli dei principali competitori europei. Anche in questo caso vengono superate due caratteristiche (e due limiti) di lungo periodo del sistema bancario italiano: l'eccessiva frammentazione e l'assenza di un vero nucleo di grandi banche e l'eccessiva specializzazione che finiva per limitare la concorrenza». Ad aprile 2012 sono 88 le Fondazioni bancarie aderenti all'associazione di categoria (ACRI). Alcune di esse svolgono un ruolo fondamentale come soci stabili dei due più grandi gruppi bancari italiani: Unicredito (Cariverona, C.R.T., Cassamarca, Carimonte Holding) e Intesa Sanpaolo (CA.RI.P.LO, Compagnia di San Paolo, CariFirenze, CA.RIS.BO, CARI.PA.RO e CA.RI.VE). A fine 2011, 66 fondazioni detengono inoltre collettivamente il 30% della Cassa depositi e prestiti che custodisce importanti quote di imprese pubbliche strategiche (ENI, ENEL, TERNA, Poste Italiane). Per una valutazione della riforma a venti anni di distanza, cfr. l'intervento del governatore Mario Draghi alla *Giornata del risparmio* il 28 ot-

Con la l. 10 ottobre 1990, n. 287 (*Norme per la tutela della concorrenza e del mercato*) il nostro paese, dando attuazione all'art. 41 Cost. e ad alcune norme del Trattato CEE, si dota di una disciplina *antitrust* coordinata con quella comunitaria istituendo l'Autorità garante della concorrenza e del mercato alla quale vengono conferite attribuzioni in materia di: abuso di posizione dominante, intese restrittive della concorrenza e concentrazioni. Per quanto riguarda le banche, viene stabilito che i poteri dell'autorità garante spettino «alla competente autorità di vigilanza» (la Banca d'Italia, art. 20), che adotta i relativi prov-

tobre 2010, secondo il quale: «L'esperienza italiana delle fondazioni è positiva, non solo per l'importante contributo che esse danno ad attività socialmente meritevoli, ma anche per aver svolto il ruolo di azioniste stabili, solide, delle banche; un ruolo in altri paesi ricoperto dagli investitori istituzionali, da noi poco presenti. Durante la crisi, sono stati cruciali la loro visione di lungo termine delle prospettive delle banche e il loro ancoraggio al territorio, fattori propulsivi dello sviluppo locale, regionale, del Paese tutto. Quando altri azionisti, come i fondi di investimento, fino al giorno prima così rumorosi nel chiedere aumenti di efficienza e cambi di management, si volatilizzavano, spesso per sempre, erano le fondazioni a sottoscrivere i ripetuti aumenti di capitale che consentivano di attraversare indenni la tempesta. [...] L'esperienza italiana delle banche pubbliche è viva nella nostra memoria. Certi rapporti fra gruppi economici locali, banche pubbliche e politica si sono dimostrati alla lunga esiziali per le banche, deleteri per il costume civile; la crescita del territorio ne è stata in più casi frenata, anziché favorita. Da queste logiche siamo usciti, con grande e consapevole sforzo, vent'anni fa; altri paesi guardano ora all'esperienza italiana. Nessuno vuole tornare indietro». Per una valutazione critica del ruolo attuale delle fondazioni, cfr. invece R. Perotti, L. Zingales, *Quei pasticci tra le banche e la politica*, in «Il Sole 24 Ore», 26 febbraio 2012, p. 1, secondo i quali: «Anche quando distribuiscono in modo efficiente ed equanime i soldi sottratti ai contribuenti, le fondazioni danneggiano la società civile. Innanzitutto distruggono valore con una gestione clientelare ed inefficiente. [...] Il secondo danno è sull'efficienza del sistema bancario, di cui riducono la contendibilità e l'accountability del management». Giudica invece positivamente il ruolo svolto dalle fondazioni nella *governance* bancaria D. Masciandaro, *Gli errori inglesi e la via italiana*, in «Il Sole 24 Ore», 28 febbraio 2012, pp. 1 e 16, secondo il quale: «[...] i protagonisti della *governance* bancaria italiana, a partire dalle Fondazioni, hanno giocato un ruolo importante nel contribuire alla robustezza dell'industria bancaria nella delicata fase della crisi. Il sistema aveva bisogno dei cosiddetti azionisti pazienti e responsabili [...]». Per una valutazione positiva del «loro mandato di investitori istituzionali di lungo termine che conferisce stabilità all'intero sistema bancario italiano», cfr., in occasione del centenario dell'ACRI, G. Guzzetti, *Fondazioni, patrimonio italiano*, in «Il Sole 24 Ore», 12 aprile 2012, p. 18.

vedimenti, «sentito il parere dell'Autorità garante»[377]. La l. n. 287/1990 detta anche alcune disposizioni in materia di partecipazioni al capitale delle banche (artt. 27-30) che verranno in seguito «trasferite» nella più idonea sede del t.u.b. (artt. 19-24).

Con il d.l. 3 maggio 1991, n. 143, conv. in l. 5 luglio 1991, n. 197, si ha la prima regolazione del fenomeno degli intermediari finanziari non bancari. Con quello stesso provvedimento normativo si introduce in Italia anche una prima disciplina antiriciclaggio, come se il legislatore avesse la percezione che il settore non regolamentato della finanza potesse essere anche un terreno di coltura privilegiato per l'utilizzo della finanza a scopi illeciti anche se i due fenomeni restano comunque, dal punto di vista normativo, del tutto separati.

La disciplina di questi intermediari finanziari non bancari si basa su due elenchi, il primo c.d. «elenco generale» (tenuto dall'UIC, poi dalla Banca d'Italia dal 2008) al quale devono iscriversi tutti i soggetti che esercitano nei confronti del pubblico le attività di: *a)* assunzione di partecipazioni; *b)* concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma; *c)* prestazione di servizi di pagamento; *d)* intermediazione in cambi. Il secondo, tenuto dalla Banca d'Italia (c.d. «elenco speciale»), nel quale devono iscriversi gli intermediari che necessitano di una vigilanza più intensa. I soggetti da iscrivere in questo elenco speciale devono essere individuati sulla base di criteri oggettivi stabiliti dal ministro dell'Economia sentite la Banca d'Italia e la CONSOB, in base all'attività svolta, alla dimensione e al rapporto tra indebitamento e patrimonio[378].

L'Italia detta i principi e i criteri direttivi per il recepimento della seconda direttiva banche con l'art. 25 della l. 19 febbraio 1992, n. 142 (legge comunitaria per il 1991) con il quale: «Il Governo [...] è delegato ad emanare, [...] un testo unico delle disposizioni

[377] Questo assetto dei rapporti fra le due autorità verrà modificato dall'art. 19, commi 12 e 13, della l. n. 262/2005 (riforma del risparmio) e dall'art. 2 del d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303, che riscriverà in parte l'art. 20 della l. n. 287/1990.

[378] Questa regolamentazione viene poi inserita nel Tit. V del t.u.b. (artt. 106 e 107) e, successivamente, completamente riformata dal d.lgs. 13 agosto 2010, n. 141, che recepisce nel nostro ordinamento la dir. 2008/48/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 aprile 2008 relativa ai contratti di credito ai consumatori, sul quale ci si soffermerà brevemente in seguito.

adottate ai sensi del comma 1, coordinato con le altre disposizioni vigenti nella stessa materia, apportandovi le modifiche necessarie a tal fine». Quell'aspirazione alla razionalizzazione e al compattamento della normativa in materia bancaria e creditizia, già espressa nel dopoguerra dal legislatore del 1947, riceve così dalla Comunità europea un impulso decisivo. La seconda direttiva banche viene attuata con il d.lgs. 14 dicembre 1992, n. 481, con il quale: *a)* si conferma la definizione di attività bancaria, la sua riserva agli enti creditizi, nonché la tendenziale despecializzazione del sistema, lasciando le singole banche libere di adottare il modello della banca universale o quello del gruppo polifunzionale; *b)* viene chiarito che la raccolta del risparmio riservata agli enti creditizi è quella tra il pubblico e si definiscono i casi nei quali la raccolta stessa non si considera effettuata tra il pubblico ed è, pertanto, consentita ad altri soggetti; *c)* si detta una nuova disciplina delle obbligazioni degli enti creditizi, la cui emissione viene affrancata dal limite del capitale previsto per le s.p.a. in generale dal codice civile; *d)* vengono dettate norme generali sull'attività di vigilanza anche al fine di coordinarla con i principi in materia di procedimento amministrativo contenuti nella fondamentale l. n. 241/1990 in materia di trasparenza dell'attività amministrativa; *e)* la disciplina del segreto d'ufficio viene riscritta e collocata nell'ambito dello scambio di informazioni fra autorità; *f)* viene rinnovata anche la disciplina in materia di autorizzazione all'esercizio dell'attività, nell'ambito della quale viene delegificata la materia dei requisiti di onorabilità e professionalità; *g)* vengono previste norme in materia di succursali, libera prestazione di servizi e società finanziarie ammesse al mutuo riconoscimento; *h)* viene ridefinita la disciplina della partecipazione al capitale degli enti creditizi, anche mediante sostituzione dell'art. 27 della l. n. 287/1990 (c.d. legge *antitrust*) nel frattempo emanata; *i)* vengono dettate alcune norme in materia di vigilanza prudenziale (suddivisa in informativa, regolamentare e ispettiva); *l)* vengono dettate norme in materia di modifiche statutarie, fusioni e scissioni e cessione di rapporti giuridici; *m)* sono introdotte alcune modifiche alla disciplina dell'amministrazione straordinaria e vengono previsti i provvedimenti straordinari[379].

[379] Sul d.lgs. n. 481/1992, cfr. F. Castiello, *La riforma delle legge bancaria,*

Il secondo atto di questa operazione in due tempi è l'emanazione del *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia* (t.u.b.) che avviene, in esecuzione della menzionata delega legislativa, con d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385[380]. Con il t.u.b., più

profili pubblicistici, Torino 1993; C. Lamanda, *La nuova normativa sugli enti creditizi*, in «Riv. banc.», n. 6, 1992, p. 59; F. Capriglione, *Il recepimento della seconda direttiva Cee in materia bancaria. Prime riflessioni*, Banca d'Italia, «Quad. ric. giur.», n. 28, Roma 1993; F. Belli, *Il decreto legislativo 14 dicembre 1992, n. 481: qualche prima osservazione parziale*, in «Dir. banc. merc. fin.», I, 1993, p. 3; A. Antonucci, *Una nuova legge bancaria. Decreto legislativo 14 dicembre 1992, n. 481*, in «Contratti», 1993, p. 235; R. Costi, *L'impresa bancaria dopo l'attuazione della seconda direttiva comunitaria*, in «Banca, impr. soc.», n. 1, 1993, p. 41; L.G. Radicati Di Brozolo, *L'Italia ed il mercato unico dei servizi bancari. (Un primo esame delle norme di attuazione della seconda Direttiva bancaria)*, in «Banca borsa», 1993, p. 465.

[380] Sul t.u.b., e sui riflessi sul mercato mobiliare, cfr. anche *infra* Parte II, cap. V, par. 4.4. Per quanto riguarda la bibliografia, senza pretesa di completezza e privilegiando i contributi pubblicati immediatamente dopo l'emanazione (nei quali sono meglio evidenziate le novità rispetto all'assetto precedente): F. Merusi, *La redazione del testo unico bancario: problemi di tecnica legislativa*, in «Banca impr. soc.», n. 1, 1993, p. 31; Id., *Vigilanza e "vigilanze" nel nuovo Testo Unico delle leggi bancarie*, in «Banca impr. soc.», n. 1, 1996, p. 189; E. Minervini, *Dal decreto 481/92 al testo unico in materia bancaria e creditizia*, in «Giur. comm.», 1993, p. 825; F. Capriglione (a cura di), *Mercati e intermediari in trasformazione*, in «Quad. Mondo banc.», n. 7, Roma 1994; Id., *Riforma bancaria e scenario economico, spunti d'indagine*, in «Banca borsa», I, 1994, p. 137; A. Nigro, *La nuova legge bancaria*, in «Dir. banc. merc. fin.», I, 1993, p. 505; F. Castiello, *La bancaimpresa nella nuova legge bancaria*, in «Dir. banc. merc. fin.», I, 1993, p. 510; G. Ruta, *Analisi comparata tra la legge bancaria del 1936 e il nuovo Testo Unico*, in «Riv. banc.», 1994, p. 13; P. Marchetti, *Note introduttive al testo unico delle leggi bancarie e creditizie*, in «Riv. soc.», 1993, p. 1148; G. Castaldi, *Evoluzione morfologica e operativa del sistema bancario italiano*, in «Banche e banchieri», 1994, p. 243; V. Buonocore, *Riflessioni in margine al nuovo Testo Unico in materia bancaria e creditizia*, in «Banca impr. soc.», 1994, p. 171; P. De Vecchis, *La banca nel nuovo ordinamento*, in «Mondo banc.», n. 5, 1994, p. 11; M. Sepe, *Brevi note sul Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, in «Banca borsa», I, 1994, p. 505; S. Amorosino, *La funzione di vigilanza sulle banche nel testo unico e il ruolo della Banca d'Italia*, in «Bancaria», n. 5, 1995, p. 50; Id. (a cura di), *Le banche regole e mercato dopo il Testo Unico delle leggi creditizie*, Milano 1995; L. Dini, *Il nuovo assetto del credito: prospettive e strategie*, in «Riv. banc.», n. 3, 1995, p. 37; V. Desario, *Nuovo ordinamento del credito. Evoluzione dei mercati e comportamenti delle banche*, in «Riv. banc.», n. 3, 1995, p. 49; G. Guarino, *L'armonizzazione della legge bancaria: la revisione dell'ordinamento bancario del 1936*, in «Riv. banc.», n. 3, 1995, p. 105; V. Mezzacapo (a cura di), *Studi sulla nuova legge bancaria*, Roma 1994 (Quad. Luiss Ceradi,

che a modifiche sostanziali (già introdotte dalla legislazione precedente e dal d.lgs. n. 481/1992 di recepimento della seconda direttiva banche) si procede a un coordinamento e a una razionalizzazione da tempo attesi. In tal senso si può dire che l'Italia, in questo come in altri settori, trova nell'incalzare delle scadenze comunitarie l'occasione e lo stimolo ad adottare «riforme» tutte nazionali che le sarebbero altrimenti mancati[381]. Notevole è la semplificazione operata con il t.u.b. che abroga circa 140 leggi preesistenti – fra cui la l.b. del 1936-38[382], di cui oltre 40 risalenti al periodo prerepubblicano e 13 più recenti – con formula di delegificazione[383].

All'interno dei nove Titoli nei quali è suddiviso il t.u.b. trovano ordinata collocazione le norme in materia di: *I) Autorità*, nelle quali vi sono anche disposizioni sulle finalità e destinatari della vigilanza (art. 5) e sui rapporti con il diritto comunitario (art. 6). L'architettura delle autorità di controllo non viene sostanzialmente modificata: rimane in vita anche il CICR, nonostante l'orientamento contrario di parte della dottrina che ritiene

Serie mat. e docum. n. 7); M. Rispoli Farina (a cura di), *La nuova legge bancaria*, Napoli 1995; U. Morera, A. Nuzzo (a cura di), *La nuova disciplina dell'impresa bancaria*, Milano 1996, 3 voll. Per opere di commento sistematico, cfr. F. Capriglione (a cura di), *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Padova, ed. 1994, 2001 e 2012, 2 voll.; P. Ferro-Luzzi, G. Castaldi (a cura di), *La nuova legge bancaria*, Milano 1996, 3 voll.; M. Porzio, F. Belli, G. Losappio, M. Rispoli Farina, V. Santoro (a cura di), *Testo Unico Bancario. Commentario*, Milano 2010.

[381] Secondo La Francesca, *Il sistema bancario* cit., p. 142, nel nuovo contesto «la stessa applicazione evolutiva della legge bancaria del 1936 appare ormai inadeguata ad affrontare il processo di cambiamento che i mercati allargati nelle dimensioni e mutati nelle caratteristiche richiedono imperativamente».

[382] Che rimane tuttavia in vigore per il Tit. III (concernente la Banca d'Italia) e per gli artt. 32, comma 1, lett. *d* e *f*, e 35, comma 2, lett. *b*, norme sulle quali, come si è visto, si sono fondati istituti come il vincolo di portafoglio, la ROB, il limite di fido e il massimale sugli impieghi. Sarebbe interessante riflettere sulle ragioni che guidano la scelta di non «compattare» anche queste disposizioni nel t.u.b. del 1993, quasi che se ne percepisse la loro estraneità a un contesto di vigilanza puro (la ROB) ovvero il loro essere strumenti di tipo recessivo che male avrebbero figurato in una moderna legge ispirata a principi europei ma che non si reputava di abbandonare definitivamente.

[383] «Sono abrogati ma continuano a essere applicati fino alla data di entrata in vigore dei provvedimenti emanati dalle autorità creditizie ai sensi del presente decreto legislativo» (art. 161, comma 1).

la presenza di un organo di tipo politico nell'ambito delle autorità di controllo contraria alla rafforzata indipendenza delle stesse richiesta dall'inserimento nel contesto europeo[384]. *II) Banche*, con la definizione dell'attività bancaria, di quella di raccolta, le autorizzazioni, le partecipazioni, i requisiti di professionalità e onorabilità, le banche cooperative (popolari e banche di credito cooperativo, denominazione quest'ultima che sostituisce quella di casse rurali e artigiane), che, insieme alle s.p.a., costituiscono ormai l'unico tipo di forma giuridica con cui può essere esercitata l'attività bancaria. Viene così confermato il definitivo tramonto della specializzazione creditizia già iniziato con le leggi di riforma della banca pubblica del 1990 e con il d.lgs. n. 481/1992. In questo titolo trovano inoltre posto le norme relative alle operazioni di credito speciale (fondiario e alle opere pubbliche, agrario e peschereccio, su pegno), senza che, coerentemente con il nuovo indirizzo, vi sia alcun tipo di legame fra il loro esercizio e i soggetti abilitati a porle in essere (comuni banche) e quelle in materia di assegni circolari e facilitazioni probatorie per l'ottenimento del decreto ingiuntivo. *III) Vigilanza* (informativa, regolamentare e ispettiva), sia su base individuale che su base consolidata (con trasferimento e riformulazione delle disposizioni in materia di gruppo bancario contenute nel d.lgs. n. 356/1990). Nel disegnare l'architettura dei c.d. poteri di vigilanza regolamentare (ora contenuti nell'art. 53, comma 1), il t.u.b. segue l'ispirazione classica che fu già della l.b. del 1936-38 con alcuni ammodernamenti prevalentemente formali. I quattro pilastri fondamentali della vigilanza regolamentare per i quali viene conferito alla Banca d'Italia un potere di normazione secondaria da esercitarsi «in conformità delle deliberazioni del CICR», vengono così individuati: *a)* adeguatezza patrimoniale; *b)* contenimento del rischio nelle sue diverse configurazioni; *c)* partecipazioni detenibili; *d)* organizzazione amministrativa e contabile e controlli interni. Al riguardo si può parlare di una sintesi fra metodo collaudato con la l.b. del 1936-38 e materie individuate con riferimento alla normati-

[384] È la tesi espressa da F. Merusi, *C'è tanta nostalgia degli anni 30 nel nuovo Testo unico sul credito*, in «Il Sole 24 Ore», 27 luglio 1993, p. 26, e in Capriglione (a cura di), *Commentario* cit., ed. 2001, pp. 9 ss.

va comunitaria. A queste attribuzioni di tipo regolamentare vengono affiancati (come nella l.b. del 1936-38) poteri di intervento specifico nei confronti di singoli intermediari (convocazione sostitutiva di organi e adozione di misure particolari nelle materie indicate)[385]. *IV) Disciplina delle crisi*, dove alle norme sull'amministrazione straordinaria e sui provvedimenti straordinari (già ritoccate con il d.lgs. n. 481/1992) sono affiancate quelle sulla liquidazione coatta amministrativa, riscritte per tener conto della prassi applicativa ultracinquantennale della l.b. e dell'evoluzione registratasi nel diritto concorsuale generale. Anche in questo caso vengono trasferite nel t.u.b. le norme dettate dal d.lgs. n. 356/1990 in materia di crisi di gruppo. *V) Soggetti operanti nel settore finanziario*: viene razionalizzata e riscritta la disciplina in materia di vigilanza sui c.d. intermediari finanziari non bancari, introdotta per la prima volta dal d.l. 3 maggio 1991, n. 143, conv. in l. 5 luglio 1991, n. 197 (antiriciclaggio). Qui la legge opera una distinzione, sulla base della rischiosità e dei volumi dell'attività svolta, fra i soggetti sottoposti a un mero censimento (art. 106) e quelli assoggettati a forme di vigilanza prudenziale modellate su quella bancaria (ancorché meno intense). *VI) Trasparenza delle condizioni contrattuali*: in questo titolo vengono ricollocate le disposizioni recentemente introdotte in materia di trasparenza dei contratti (l. 17 febbraio 1992, n. 154) e di credito al consumo (l. 19 febbraio 1992, n. 142). Si tratta di norme che conferiscono alla Banca d'Italia (sino allora responsabile essenzialmente della stabilità bancaria) compiti nuovi di tutela del consumatore di servizi bancari. *VII) Altri controlli*, parte nella quale viene collocato un solo articolo (il 129) concernente i controlli preventivi sull'emissione dei valori mobiliari, che verranno aboliti e sostituiti con una mera informativa a consuntivo dall'art. 1, comma 7 del d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303, di revisione della l. n. 262/2005. *VIII) Sanzioni*: all'interno del quale trova posto un'organica disciplina delle sanzioni sia di tipo penale che amministrativo. Quest'ultima è ancora una volta basata, sia nella sostanza

[385] Sulla vigilanza informativa, regolamentare e ispettiva dopo il t.u.b., cfr. A.M. Tarantola, F. Parente, P. Rossi, *La vigilanza sulle banche e sui gruppi bancari*, Bologna 1996.

che negli aspetti procedurali, sul modello previsto dalla l.b. del 1936-38 (le sanzioni colpiscono sia le violazioni della normativa primaria che di quella secondaria in base ad essa emanata) fortemente razionalizzato per tener conto del quadro di riferimento generale in materia di sanzioni amministrative pecuniarie dettato dalla l. n. 689/1981. *IX) Disposizioni transitorie e finali* dove, accanto a tali previsioni, figura una disposizione (che va considerata una delle principali novità del t.u.b.) in materia di sorveglianza sui sistemi di pagamento (art. 146).

Come si può vedere, il legislatore del 1993 si muove in un solco di sostanziale continuità con la l.b. del 1936-38 (il cui impianto regolamentare basato su di una forte «delega» di poteri di normativa secondaria all'organo tecnico di vigilanza viene confermato) e, nello stesso tempo, di rinnovamento attento ai cambiamenti imposti dal quadro di riferimento comunitario (despecializzazione, banca universale, protezione del consumatore, sistemi di pagamento ecc.) e nazionale (legge sulla trasparenza e il procedimento amministrativo). Se coglie quindi degli elementi di vero la colorita metafora secondo la quale con il t.u.b. il legislatore italiano avrebbe messo «il vino vecchio negli otri nuovi»[386], anche questa non sembra esser stata un'operazione di poco conto dato che, come nei media «il mezzo è il messaggio», così, nel diritto «la forma è sostanza». Quello che si può dire del t.u.b. del 1993, alla luce di quasi venti anni di applicazione, è che tale *corpus* normativo ha per ora svolto la sua funzione di semplificazione e codificazione[387]. Negli ultimi anni, infatti, pur essendo stati gli interventi del legislatore, sotto la spinta dell'armonizzazione europea e dell'in-

[386] È questo il titolo di una lezione di G. Minervini, dalla quale è stato tratto un articolo edito in «Giur. comm.», I, 1994, p. 965, in apertura del quale peraltro l'illustre giurista, spiegando proprio il senso del titolo, precisa che: «Il carattere di novità del testo unico è innegabile; intendevo soltanto sottolineare che in questo testo legislativo vi è del vecchio che utilmente poteva, e in certi casi forse doveva, essere eliminato. Nemmeno intendevo criticare tutto ciò che di vecchio è nel testo unico».

[387] Quest'ultimo aspetto del t.u.b. è evidenziato da quella dottrina che ha notato come: «Il TUB presenta tutte le caratteristiche di un vero e proprio "codice" dell'attività bancaria, sicuramente assenti nella Legge bancaria degli anni Trenta [...]», così P. Abbadessa, in A. Spena, G. Gimigliano, *Le fonti del diritto bancario*, Milano 2003, p. 3.

novazione finanziaria indotta dalla globalizzazione, molto più frequenti rispetto a quello che avveniva sotto il vigore della l.b. del 1936-38, essi, contrariamente a quanto era precedentemente avvenuto, hanno trovato quasi sempre posto (tramite la tecnica della novellazione) nel t.u.b.[388], che ha così mantenuto il suo ruolo di contenitore (tendenzialmente «unico», appunto) delle norme primarie in materia bancaria. È stato in un primo tempo accantonato, ma potrebbe essere rispolverato, il progetto di fondere il t.u.b. e il t.u.f. (redigendo il c.d. «testo unico dei testi unici»), che pure consentirebbe di allineare la scrittura di molte norme la cui diversità non trova spiegazione logica e di operare non poche razionalizzazioni o, addirittura, di fondere insieme ai due predetti testi unici anche il codice delle assicurazioni, che sembrerebbe, invece, un'operazione ben più complessa e non facilmente gestibile.

Il 29 aprile 1993, come si è già ricordato, Ciampi diventa presidente del Consiglio dei ministri, rendendo necessario il suo avvicendamento alla guida della Banca d'Italia[389].

Circa sei anni dopo l'emanazione del t.u.b. si perviene a un analogo compattamento della normativa secondaria con l'emanazione, da parte della Banca d'Italia, con la Circ. n. 229 del 21 aprile 1999 delle nuove *Istruzioni di vigilanza per le banche*[390]. Si tratta di un *corpus* normativo imponente, suddiviso in dieci Titoli, che sviluppa circa 700 pagine, destinato a raccogliere tendenzialmente tutta la normativa secondaria riguardante le banche[391]

[388] Che dalla sua entrata in vigore a tutto il 2011 ha subito modifiche e innesti di varia importanza da parte di una trentina di provvedimenti legislativi.

[389] Gli succede uno dei vicedirettori generali, Antonio Fazio, che terrà la carica di governatore sino al 20 dicembre 2005.

[390] Su di esse, cfr., in dottrina, M.A. Stefanelli, *Le Istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia*, Padova 2003, pp. 194 ss., secondo la quale: «È palese che il *nomen* attribuito a questo atto – circolare – è del tutto improprio ed induce in errore, anche se indubbiamente l'uso di esso è stato indotto dal voler sottolineare come con questo atto ci si rivolge a tutti i soggetti che esercitano l'impresa bancaria. [...] La suddivisione interna della circolare in titoli ed in singoli capitoli è significativa della volontà della Banca d'Italia di dettare disposizioni tese a disciplinare [...] ogni singolo aspetto dell'attività bancaria [...]. Il carattere "quasi normativo" nel senso Kelseniano dell'espressione che traspare dalla circolare n. 229 risulta evidente dal "Glossario Generale" che la introduce [...] e che risponde ad una esigenza di semplificazione del linguaggio e di trasparenza [...]».

[391] La tendenziale unità della normativa secondaria riguardante le banche

rendendo così più semplice, per l'interprete e l'operatore, l'individuazione delle singole disposizioni che vengono aggiornate nel tempo, intervenendo su singole parti a seconda delle esigenze, proprio come si fa con un testo unico. Allo stesso intento di semplificazione e di compattamento normativo la Banca d'Italia si ispira per quanto riguarda altri intermediari soggetti a vigilanza prudenziale, per i quali vengono emanate analoghe *Istruzioni*[392].

L'accresciuta sensibilità sociale nei confronti del grave fenomeno dell'usura porta all'emanazione della l. 7 marzo 1996, n. 108 (*Disposizioni in materia di usura*) con la quale viene riscritta la disciplina penale e introdotte altre disposizioni di contrasto e prevenzione del fenomeno[393]. In particolare con tale intervento normativo: *a)* viene riformulato l'art. 644 c.p. con l'introduzione di due importanti novità: *1)* la cancellazione, dall'elemento oggettivo del reato, di qualsiasi considerazione relativa all'approfittamento dello stato di bisogno del soggetto passivo, con la conseguente consumazione del reato stesso per effetto della sola dazione o promessa di «interessi o altri vantaggi usurari»; *2)* la determinazione *ex lege* di quelli che devono considerarsi comunque interessi usurari basata su di meccanismo di rilevazione in via amministrativa dei tassi medi effettivi (comprensivi di commissioni e altri

viene tuttavia meno con l'emanazione, a fine 2006, di un distinto *corpus* normativo per l'applicazione in Italia delle regole di Basilea 2: le *Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale*, sulle quali cfr. *infra* par. 6 di questo stesso capitolo.

[392] Si hanno così: le *Istruzioni di Vigilanza per gli Intermediari del Mercato Mobiliare* (Circ. n. 164 del 25 giugno 1992); le *Istruzioni di Vigilanza per gli Intermediari Finanziari iscritti nell'«Elenco Speciale»* (Circ. 5 agosto 1996, n. 216); le *Istruzioni di Vigilanza per gli Istituti di Moneta Elettronica (IMEL)* (Circ. n. 253 del 26 marzo 2004), tutte consultabili sul sito internet della Banca d'Italia.

[393] Sulla quale, cfr., per tutti, E. Quadri, *La nuova legge sull'usura ed i suoi diversi volti*, in «Corriere giur.», 1996, p. 363; Id., *La nuova legge sull'usura: profili civilistici*, in «Nuova giurisp. civ.», II, 1997, p. 62; P. Calabria, M. Di Giulio, *Legge 7 marzo 1996 n. 108 - Disposizioni in materia di usura: prime osservazioni*, in «Impresa», 1996, p. 914; A. Rossi, *Le disposizioni in materia di usura (l. 7 marzo 1996 n. 108) nell'ambito del fenomeno usurario in Italia*, in «Impresa», 1996, p. 1843; P. Silva, *Osservazioni sulla nuova disciplina penale del reato di usura*, in «Riv. pen.», 1996, p. 131; F. Mucciarelli, *Disposizioni in materia di usura (commento alla l. 7 marzo 1996 n. 108)*, in «Legislazione pen.», 1997, p. 511; A. Manna, *La nuova legge sull'usura*, Torino 1997; F. Sforza, *La normativa in materia di usura*, in E. Galanti, *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, Padova 2008, pp. 1248 ss.

oneri) aumentati della metà (c.d. «tassi soglia», cfr. art. 2 della l. n. 108/1996). Ciò al fine di superare l'inconveniente di lasciare al giudice la determinazione dell'usurarietà degli interessi; *b)* l'unificazione della fattispecie con l'eliminazione del reato di usura impropria previsto dall'art. 644-*bis* c.p. (che vedeva come soggetti passivi gli imprenditori e i professionisti che versassero in «condizioni di difficoltà economica o finanziaria»); *c)* un chiarimento legislativo in materia di prescrizione che «decorre dal giorno dell'ultima riscossione, sia degli interessi che del capitale» (nuovo art. 644-*ter* c.p.); *d)* l'inasprimento della sanzione civilistica contenuta nel comma 2 dell'art. 1815 c.c.: alla nullità della clausola di pattuizione di interessi usurari consegue ora che non sia più dovuto alcun interesse (mentre prima era comunque dovuto l'interesse legale); *e)* la regolamentazione dell'attività di «mediazione o di consulenza nella concessione di finanziamenti da parte di banche o di intermediari finanziari» con l'istituzione di un apposito albo[394]; *f)* l'istituzione, presso l'ufficio del commissario straordinario del governo per il coordinamento delle iniziative anti-racket, del Fondo di solidarietà per le vittime dell'usura con compiti di erogazione di mutui senza interesse alle vittime del reato di usura e, presso il Ministero dell'economia del Fondo per la prevenzione del fenomeno dell'usura per l'erogazione di contributi speciali a favore di appositi fondi costituiti presso i Confidi finalizzati al rilascio di garanzie per i finanziamenti concessi alle piccole medie e imprese a elevato rischio finanziario e a favore delle fondazioni e associazioni riconosciute per la prevenzione del fenomeno dell'usura (cfr., rispettivamente, artt. 14 e 15, l. n. 108/1996).

2. *Crisi e ristrutturazione dei banchi meridionali*

La crisi dell'economia meridionale, una politica creditizia espansiva attuata quando il ciclo era già in fase recessiva e una gestione condizionata da esigenze politiche e clientelari portano,

[394] I mediatori creditizi sono stati poi ridisciplinati dal d.lgs. 13 agosto 2010, n. 141 (a sua volta modificato dal d.lgs. 14 dicembre 2010, n. 218) che ha introdotto gli art. 128-*sexies*/128-*terdecies* del t.u.b.

verso la metà degli anni Novanta, alla crisi del Banco di Napoli[395]. Negli esercizi 1994 e 1995 il Banco registra ingenti perdite (pari, rispettivamente a 1.147 e 3.155 miliardi di lire) che comportano una forte erosione del patrimonio e il mancato rispetto dei requisiti prudenziali. A inizio del 1996 una crisi di liquidità viene tamponata con un prestito obbligazionario (per 2.365 miliardi di lire) sottoscritto dalla Cassa depositi e prestiti e da alcune banche.

La crisi viene risolta con un intervento legislativo che consente la ricapitalizzazione da parte del Tesoro – realizzata per 2.000 miliardi di lire[396] – condizionata, tra l'altro, alla deliberazione di un piano di ristrutturazione e alla sottoscrizione di accordi sindacali comportanti la diminuzione del costo del lavoro e la revisione dei regimi pensionistici integrativi[397]. La ristrutturazione è basata essenzialmente sulla cessione a una *bad bank* (la Società per la gestione degli attivi - SGA) delle partite anomale di rilevante ammontare (posizioni superiori a 100 milioni di lire) e di un gruppo di pacchetti azionari per un valore al 30 giugno 1996 (al netto delle svalutazioni) di 12.378 miliardi e la liquidazione volontaria dell'ISVEIMER (controllato dal Banco e attivo nel credito a medio e lungo termine)[398]. Per agevolare la ristrutturazione, le norme di legge consentono alla Banca d'Italia di intervenire con anticipazioni ex d.m. 27 settembre 1974 (c.d.

[395] Prima della crisi la banca, che dopo la trasformazione in s.p.a. ex l. n. 218/1990 è controllata dalla fondazione omonima con il Tesoro che mantiene una partecipazione di minoranza, è a capo di un gruppo creditizio molto articolato e può essere considerata la settima banca italiana in termini di bilancio complessivo (totale attivo consolidato pari a 126.000 miliardi di lire a fine 1993).

[396] L'aumento di capitale è effettuato per la metà con la trasformazione del prestito subordinato nel quale è stata convertita la quota sottoscritta dalla Cassa depositi e prestiti della predetta emissione obbligazionaria.

[397] Un primo d.l. 27 marzo 1996, n. 163, viene successivamente reiterato con il d.l. 27 maggio 1996, n. 293, il d.l. 26 luglio 1996, n. 394 e, infine, con il d.l. 24 settembre 1996, n. 497, conv., con modificazioni, dall'art. 1, comma 1, l. 19 novembre 1996, n. 588. La ristrutturazione del Banco viene sottoposta al vaglio della Commissione CE, ai sensi delle disposizioni comunitarie in materia di aiuti di Stato, che l'approva, con alcune condizioni, con Decisione 1999/288/CE del 29 luglio 1998, in G.U.C.E., 4 maggio 1999, n. l. 116/36.

[398] Sull'operazione di salvataggio del Banco, cfr. S. Fortunato, *Il risanamento del Banco di Napoli e la Società per la gestione di Attività*, in *Scritti in memoria di Pietro De Vecchis*, Roma 1999, p. 437.

«decreto Sindona») al Banco – sia per le operazioni effettuate a favore dell'ISVEIMER in liquidazione che della SGA (che viene finanziata con un prestito di valore pari alle attività trasferite e da rimborsare con i proventi delle cessioni) – nonché di disporre lo svincolo della riserva obbligatoria. Le norme che consentono l'intervento di salvataggio prevedono la pronta dismissione delle azioni sottoscritte dal Tesoro che viene effettuata con una procedura competitiva attraverso la quale, nel gennaio 1997, il 60% del capitale del Banco viene ceduto per 61 miliardi di lire a una società detenuta per il 51% dall'INA e per il 49% dalla BNL. Nella seconda parte del 2000 il Banco entra poi nel gruppo San Paolo-IMI che ne acquista, tramite un'offerta pubblica di acquisto, la totalità delle azioni ordinarie[399].

Analogamente, la crisi dell'edilizia e dell'economia isolana, il venir meno dei flussi di denaro pubblico conseguente all'attuazione dei provvedimenti sulla Tesoreria unica e, soprattutto, una politica creditizia poco avveduta e caratterizzata dall'eccessivo e indiscriminato sostegno ad alcuni gruppi imprenditoriali attivi nel settore delle costruzioni (a volte implicati in inchieste sulla criminalità organizzata con sequestro e confisca di rilevanti cespiti dati in garanzia), portano alla crisi della Sicilcassa s.p.a. che, nel marzo 1996, viene sottoposta ad amministrazione straordinaria.

Dopo un anno la procedura viene prorogata di sei mesi ma i commissari, nonostante alcuni miglioramenti apportati sul fronte dei costi e dell'organizzazione, devono alla fine constatare l'impercorribilità di alcune ipotesi di ricapitalizzazione inizialmente indicate dalla Regione e chiedere la liquidazione coatta amministrativa[400]. Quest'ultima viene quindi disposta all'inizio del settembre 1997 e la crisi della banca viene risolta nell'ambito di un più complesso intervento di rilancio del sistema creditizio sici-

[399] Su tali vicende, cfr. N. De Ianni, *Banco di Napoli Spa. 1991-2002: un decennio difficile*, Cosenza 2007 e E. Esposito, A. Falconio, *Il declino del sistema bancario meridionale. Il caso Banco di Napoli*, Napoli 2009.

[400] Il bilancio finale dell'amministrazione straordinaria registra perdite complessive per 3.106 miliardi di lire e un deficit patrimoniale di 1.895 miliardi di lire, tenuto anche conto di un'erogazione in conto capitale di 300 milioni di lire da parte della Regione

liano. La Sicilcassa in l.c.a. cede le proprie attività e passività al Banco di Sicilia[401] – ricapitalizzato nel 1992 con un significativo intervento della Regione ma caratterizzato da un consistente ammontare di sofferenze e da alti costi di esercizio – nel cui capitale entra il Mediocredito centrale (controllato dal Tesoro) che sottoscrive un aumento di capitale ad esso riservato per 1.000 miliardi di lire, portando così alla costituzione in Sicilia di un polo bancario di grandi dimensioni. Un accordo sottoscritto fra Regione Sicilia e fondazione Banco di Sicilia (in qualità di azionisti del Banco) prevede poi misure di razionalizzazione delle strutture produttive e di riduzione dei costi al fine di dare alla nuova realtà un'adeguata capacità competitiva[402]. L'operazione è resa possibile dal varo di misure di sostegno finalizzate a garantire la neutralità, sotto il profilo patrimoniale, dell'intervento del Banco di Sicilia: *a)* un intervento del Fondo interbancario di tutela dei Depositi per 1.000 miliardi di lire che concorre alla copertura delle perdite; *b)* l'attivazione, in favore del Banco stesso, di anticipazioni ex «decreto Sindona» al fine di tenerlo indenne dagli ulteriori oneri suscettibili di emergere dai rischi insiti nei comparto degli impieghi[403]. Va poi tenuto presente che, nel 1999, il Mediocredito centrale viene privatizzato ed entra nell'orbita della Banca di Roma la quale, nel 2002, si riorganizza dando vita al gruppo Capitalia. Quest'ultimo si fonde, dal 1° ottobre 2007, con Unicredito consentendo la nascita di un nuovo grande gruppo creditizio, fortemente radicato in Italia e nello stesso tempo a vocazione multinazionale, presente il Sicilia con il marchio Ban-

[401] Dalla cessione sono esclusi i crediti in sofferenza relativi ai principali gruppi debitori e altre posizioni rilevanti pari complessivamente al 50% delle sofferenze nette. L'operazione di valutazione crediti si conclude in data 18 dicembre 1998 con retrocessione alla procedura di ulteriori 800 posizioni in sofferenza per 1.000 miliardi di lire circa.

[402] Per agevolare l'operazione è emanato anche il d.l. 9 settembre 1997, n. 292 (*Interventi urgenti per la soluzione della crisi della Sicilcassa Spa e per il risanamento e il rilancio del Banco di Sicilia Spa*), conv., con modificazioni, in l. 8 novembre 1997, n. 388, che facilita il passaggio del personale della Sicilcassa al Banco di Sicilia.

[403] Sulla crisi della Sicilcassa, cfr. D. Grammatico, *Sicilcassa: una morte annunciata*, Palermo 1998, che unisce alla ricchezza di notizie e dati una lettura a volte un po' parziale degli eventi.

co di Sicilia nel quale confluiscono tutti gli sportelli Unicredito, Banca di Roma e Bipop Carire presenti nell'isola.

Queste operazioni, se assicurano stabilità al sistema bancario meridionale, inserendolo in un contesto di più ampio respiro e assicurando solvibilità ai risparmiatori e accesso al credito per le imprese, comportano in qualche modo l'allontanamento dei relativi centri decisionali dalle regioni meridionali[404]. Un dato di fatto questo, destinato a riaffiorare nel dibattito per la creazione di una banca del Sud promossa dal ministro dell'Economia nel 2009, anche come strumento per reagire alla crisi.

3. *L'allargamento a Est dell'UE, i tentativi di riforma istituzionale, il Trattato di Lisbona*

Nel frattempo, il crollo del comunismo nei paesi dell'Europa centrale e orientale, iniziato in Polonia e Ungheria e proseguito con la caduta del muro di Berlino nel novembre 1989, porta, il 3 ottobre 1990, alla riunificazione della Germania[405] e all'allargamento a Est dell'Unione Europea alla quale dal 1° gennaio 1995 aderiscono anche Austria, Finlandia e Svezia. Nel dicembre 1997 i *leaders* dell'UE decidono di avviare i negoziati per l'adesione di dieci paesi dell'Europa centrale e orientale (Bulgaria, Esto-

[404] È stato notato come: «Il nuovo scenario degli anni Novanta sancisce anche la crisi dell'intero settore meridionale del sistema bancario; significativamente la crisi colpisce le banche che erano state più vicine alla degenerazione assistenziale dell'intervento pubblico. Come in altre crisi del passato, la soluzione passa per le linee interne al sistema bancario, secondo meccanismi avallati e spesso ideati dalla Banca d'Italia. A differenza del passato, le crisi però sono un tassello importante di un fondamentale processo di ristrutturazione», Onado, *La lunga rincorsa* cit., p. 451.

[405] È interessante notare come la stessa rinuncia della Germania alla propria sovranità monetaria (con l'adesione all'euro) sia stata da alcuni osservatori interpretata come una dimostrazione di europeismo da parte del cancelliere tedesco Helmut Kohl intesa in qualche modo a diminuire lo scetticismo e i timori suscitati dal progetto di riunificazione nei principali *partners* europei. Cfr. in tal senso Romano, *Europa* cit., p. 187. Per una valutazione, nel decimo anniversario, degli effetti della riunificazione sul sentimento politico tedesco anche nei confronti dell'Unione Europea, cfr. C. Bastasin, *Venti anni dopo il Muro la Germania si sente sola*, in «Il Sole 24 Ore», 1° ottobre 2010, pp. 1 s.

nia, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Slovacchia, Slovenia e Ungheria) e delle isole di Cipro e Malta. Nel 2000, le modifiche del Trattato decise a Nizza spianano la strada all'allargamento con la riforma delle regole di votazione nell'UE. Dieci paesi entrano nell'Unione nel 2004, realizzando uno storico allargamento, mentre la Bulgaria e la Romania aderiscono dal 1° gennaio 2007 portando a 27 i paesi membri e la popolazione complessiva a circa 500 milioni di cittadini.

La politica dell'allargamento vede attualmente tre candidati con i quali i negoziati per l'adesione sono iniziati nel 2005: Croazia, Macedonia e Turchia più un altro gruppo di paesi dei Balcani occidentali considerati potenziali candidati (Albania, Bosnia Erzegovina, Montenegro, Serbia e Kosovo), i quali sono stati inseriti in un processo di associazione e stabilizzazione che dovrebbe preludere all'adesione.

Importante strumento finanziario di questa politica di allargamento può essere considerato la Banca europea per la ricostruzione e lo sviluppo (BERS, EBDR nell'acronimo inglese), sorta nel 1991 per operare in quei paesi dell'Europa centrale e orientale e dell'Asia centrale che stiano attuando la transizione da un sistema monopartitico e un'economia centralizzata a un sistema basato sull'economia di mercato, la democrazia pluripartitica e il pluralismo, favorendo a tal fine il necessario sviluppo del settore privato anche attraverso la privatizzazione delle imprese statali. La BERS – il cui raggio d'azione (29 paesi fra i quali, dal 2009, anche la Turchia) sta per essere esteso al Nord Africa e al Medio Oriente – annovera fra i propri azionisti 61 paesi oltre la Comunità europea e la Banca europea degli investimenti le quali per statuto devono detenere (insieme ai paesi membri dell'UE) per lo meno il 51% delle azioni[406].

Un più ambizioso progetto di Costituzione europea elaborato da una convenzione presieduta dall'ex presidente francese Giscard d'Estaing adottata in più sessioni di una Conferenza intergovernativa (dall'ottobre 2003 al giugno 2004) solennemente

[406] Su di essa, cfr. di recente, F. Seatzu, *Sul ruolo della Banca europea di ricostruzione e sviluppo nell'attuale crisi finanziaria internazionale*, in «Il Diritto dell'Unione Europea», 2011, p. 741.

firmata a Roma dai capi di Stato e di governo il 29 ottobre 2004 si arena in seguito all'esito negativo dei referendum in Francia (29 maggio 2005) e nei Paesi Bassi (1° giugno 2005)[407].

Gran parte dei principi elaborati dalla Costituzione viene tuttavia trasfusa nel Trattato di riforma che, firmato il 13 dicembre 2007 a Lisbona ed entrato in vigore il 1° dicembre 2009, ha apportato ampie modifiche al Trattato sull'Unione Europea (TUE) e al Trattato che istituisce la Comunità europea, ribattezzato Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea (TFUE)[408].

Nato con l'obiettivo di dotare l'Unione di un assetto istituzionale più efficiente, più democratico e più rispondente alle aspettative dei cittadini e alle sfide poste dai nuovi scenari internazionali, il Trattato di Lisbona rispetto al precedente Trattato, quello di Amsterdam, abolisce i «pilastri», provvede al riparto di competenze tra Unione e Stati membri e rafforza il principio democratico e la tutela dei diritti fondamentali, anche attraverso la costituzionalizzazione della Carta di Nizza.

Fra gli aspetti più qualificanti della riforma, vanno ricordati: *a)* il rafforzamento del ruolo del Parlamento europeo, anche attraverso la generalizzazione della procedura di codecisione da parte del Parlamento stesso e del Consiglio quale modalità ordinaria di adozione degli atti normativi dell'Unione; *b)* l'aumentato coinvolgimento dei Parlamenti nazionali nell'attività dell'UE, accompagnato anche da più estesi poteri di monitoraggio sull'osservanza del principio di sussidiarietà; *c)* l'introduzione di poteri di iniziativa popolare dei cittadini; *d)* la piena istituzionalizzazione del Consiglio europeo, con a

[407] Sul progetto di Costituzione europea, cfr., per tutti, G. Amato, H. Bribosia, B. De Witte, *Genèse et destinée de la Constitution européenne*, Bruxelles 2008.

[408] Sul Trattato di Lisbona, cfr. M.C. Baruffi, *Dalla Costituzione europea al trattato di Lisbona*, Padova 2008; M. Dony, *Après la réforme de Lisbonne*, Bruxelles 2008; A. Lucarelli, A. Patroni Griffi (a cura di), *Dal Trattato costituzionale al Trattato di Lisbona. Nuovi studi sulla Costituzione europea*, in «Quad. rass. dir. pubbl. europeo», n. 5, 2009; J. Ziller, *Il nuovo trattato europeo*, Bologna 2007 e, per una bibliografia più estesa: http://fermi.univr.it/europa/servizi/dossier_trattato_di_Lisbona.pdf; F. Bassanini, G. Tiberi, *Le nuove istituzioni europee. Commento al Trattato di Lisbona*, Bologna 2010; S. Mangiameli, *Il disegno istituzionale dell'Unione Europea dopo il Trattato di Lisbona*, in «Dir Un. Eur.», 2011, p. 377.

capo un presidente eletto per un mandato di due anni e mezzo rinnovabile una volta; *e)* la ridefinizione dei meccanismi decisionali del Consiglio dell'Unione Europea, volta a renderne più efficace l'azione; *f)* la definizione di nuove regole sulle cooperazioni rafforzate fra Stati all'interno dell'Unione; *g)* il riconoscimento espresso agli Stati membri della facoltà, da esercitarsi in conformità alle proprie norme costituzionali, di recedere dall'Unione.

Il Trattato di Lisbona si propone inoltre di rafforzare l'intervento dell'UE in settori prioritari quali quelli della «libertà, sicurezza e giustizia» (comprendente anche la prevenzione e lotta contro il terrorismo e altre forme di criminalità), della politica energetica, della sanità pubblica, della protezione civile, della tutela ambientale, degli aiuti umanitari. Infine, esso mira a potenziare il ruolo dell'Unione Europea sulla scena internazionale, attraverso il conferimento ad essa della personalità giuridica (cui consegue, in particolare, la legittimazione a negoziare accordi internazionali) e l'istituzione della nuova figura dell'alto rappresentante dell'Unione per gli affari esteri e la politica di sicurezza, che diviene anche uno dei vicepresidenti della Commissione.

Le modifiche introdotte dal Trattato di Lisbona incidono anche sulla disciplina della politica economica e monetaria, il cui assetto, come delineato dal Trattato di Maastricht, non subisce comunque variazioni sostanziali. La principale novità è rappresentata dall'inserimento formale della Banca centrale europea fra le Istituzioni dell'Unione (art. 13.1, TUE), cioè fra gli organismi posti al vertice della costruzione comunitaria, con conseguente applicabilità (salva diversa previsione) delle disposizioni comuni a tutte le istituzioni europee. Altro aspetto di rilievo è rappresentato dall'inclusione della politica monetaria fra i settori di competenza esclusiva dell'Unione (art. 3, par. 1, lett. *c*, TFUE) e dall'indicazione della stabilità dei prezzi come obiettivo dell'Unione nel suo complesso (art. 3, par. 3, TUE), a cui dovrà ispirarsi l'azione non solo della BCE ma anche delle altre Istituzioni dell'UE e degli stessi Stati membri. Viene riaffermato il mandato della BCE (art. 127 ss., TFUE), della quale è espressamente confermata l'indipendenza sia istituzionale che finanziaria (art. 282, par. 3, TFUE), e viene introdotta, nel Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea, l'espressa menzione dell'Eurosistema, comprendente la BCE e le banche centrali nazionali degli Stati che hanno adottato l'euro (art.

282, par. 1, TFUE). Viene inoltre ridisciplinata la nomina dei componenti del Comitato esecutivo della BCE, che vanno designati, tra persone di riconosciuta levatura ed esperienza professionale nel settore monetario o bancario, dal Consiglio europeo con deliberazione a maggioranza qualificata, su raccomandazione del Consiglio dell'Unione Europea e previa consultazione del Parlamento europeo e del Consiglio direttivo della BCE (art. 283, par. 2, TFUE).

Alcuni cambiamenti riguardano, infine, la gestione delle politiche dell'Unione in materia economica e monetaria. In particolare, oltre al riconoscimento dell'Eurogruppo, che riunisce i competenti ministri degli Stati che hanno adottato la moneta unica, viene attribuito ai citati Stati un ruolo specifico in materia di indirizzi di massima per le politiche economiche, di procedure relative ai disavanzi pubblici eccessivi e di concorso alle decisioni sull'allargamento dell'area dell'euro.

Nonostante questa messa a punto dei meccanismi istituzionali il progetto europeo stenta a trovare – anche per l'inceppamento di quel motore franco-tedesco che era stato decisivo nel promuoverne gli ampliamenti più significativi – uno slancio politico e una sua direzione chiara trovandosi spesso in bilico fra esigenze di un allargamento troppo ambizioso e il progetto di costruzione di uno Stato quasi federale (per il quale la creazione dell'euro avrebbe potuto essere solo una tappa) con la messa in comune anche della politica economica e fiscale. Questa perdita di slancio, questa incertezza di obiettivi e di priorità, che danno luogo a difficili compromessi e a meccanismi istituzionali in bilico fra metodo intergovernativo e comunitario, faranno sentire il loro peso anche nella gestione della crisi che, nata sull'altra sponda dell'Atlantico, finirà per colpire duramente anche l'Europa e, in definitiva, contribuiscono, accanto all'affermarsi di nuovi importanti protagonisti dello scenario politico ed economico mondiale (basti pensare a Cina, India e Brasile), alla perdita di rilevanza dell'Unione Europea nel nuovo contesto globale[409].

[409] È stato in proposito notato che: «Quella che, con l'allargamento dopo l'Ottantanove ai paesi ex satelliti dell'Unione Sovietica, è diventata una compagine di oltre 450 milioni di persone e un'area economica con notevoli potenzialità, ha visto, infatti, svanire progressivamente le sue ambizioni e le sue chance di affermazione al centro della ribalta mondiale. E questa parabola declinante

Sintomo evidente di questa perdita di slancio del progetto comunitario può essere considerata anche la sentenza del 30 giugno 2009 con la quale la Corte costituzionale tedesca (*Bundesverfassungsgericht*), nel giudicare sulla compatibilità alla Costituzione (*Grundgesetz*) del Trattato di Lisbona, della legge di ratifica e della c.d. connessa «legge di estensione» (che definisce il ruolo delle istituzioni nazionali alla luce del Trattato), ritenuta quest'ultima parzialmente non conforme alla carta fondamentale nazionale, pone dei precisi limiti a un'ulteriore integrazione europea[410]. In estrema sintesi, nell'importante pronuncia, la Cor-

è avvenuta per cause che, seppur dovute in parte alla crescita di statura di altri attori e ad alcune infelici evenienze congiunturali, riguardano soprattutto sia le forme istituzionali e di governo intrinseche della UE sia i suoi strumenti operativi e gestionali. Fatto sta che, mentre i processi decisionali della Comunità sono diventati sempre più farraginosi, dopo l'ampliamento troppo affrettato delle frontiere dell'Unione a est e la bocciatura del progetto costituzionale è emersa in termini tangibili e avvilenti l'incapacità della UE di esprimersi e agire in modo unitario, in base a una sostanziale compattezza e coerenza di indirizzi fra i suoi paesi membri», V. Castronovo, *Le ombre lunghe del '900*, Milano 2010, p. 200. Già qualche anno prima, d'altronde, alla vigilia del fallimento della convenzione europea, dopo aver analizzato le contraddizioni fra approfondimento e allargamento e i problemi di governabilità, un attento commentatore di politica internazionale osservava il prevalere di «manifestazioni di nazionalismo e di euroscetticismo», Romano, *Europa* cit., pp. 204 s. Per una più recente analisi politica e sociologica, dal punto di vista degli USA, di questa perdita di slancio del progetto di unificazione europea, cfr. C. Kupchan, *Vecchia Europa il tuo tempo è finito*, in «Il Sole 24 Ore», 1° settembre 2010, p. 12, al quale risponde C. Bastasin, *Questo secolo può ancora essere europeo*, in «Il Sole 24 Ore», 2 settembre 2010, p. 14, entrambi con argomentazioni e punti di vista interessanti sugli effetti che la crisi dei conti pubblici greci ha prodotto sul disegno europeo e G. Amato, *Cari americani, siamo ancora vivi*, in «Il Sole 24 Ore», 5 settembre 2010, pp. 1 e 10, nel quale pur dandosi atto di una reviviscenza dei nazionalismi, si sottolinea come proprio la crisi abbia costituito uno stimolo al raggiungimento di obiettivi comunitari, come nel caso del piano di salvataggio della Grecia e della riforma dell'architettura della vigilanza in materia bancaria e finanziaria.

[410] Sulla sentenza, cfr. *Karlsrhue has spoken: "Yes" to the Lisbon Treaty, but...* (editorial comments), in «Common Market Law Review», 2009, p. 1023; F. Kiiver, *Reflection on the Lisbon Judgement. How the judges in Karlsrhue trust neither the European Parliament nor their National Parliament*, in «Maastricht Journal of European and comparative Law», 2009, p. 263; L.S. Rossi, *I principi enunciati dalla sentenza della Corte costituzionale tedesca sul Trattato di Lisbona: un'ipoteca sul futuro dell'integrazione europea?*, in «Riv. dir. internaz.», 2009, p. 993. Su come la sentenza abbia influenzato le posizioni del governo tedesco nelle trattative per la messa a punto di un piano di salvataggio della Grecia nel 2009-10,

te di Karlsrhue: *a)* ricorda come la Costituzione tedesca consenta l'adesione della Germania all'UE, in quanto «associazione di Stati sovrani» (*Statenverbund*) regolata da un Trattato. Tale concetto comprende anche quello di «una stretta associazione a lungo termine di Stati che rimangono sovrani» ma differisce da quello di una Stato federale; *b)* ritiene incompatibile con il principio democratico, con quello di identità costituzionale e con le disposizioni della Costituzione tedesca che consentono l'adesione all'UE, trasferimenti di competenze all'Unione indeterminati o che possano essere sviluppati in modo dinamico; *c)* individua un nucleo di «aree» specialmente sensibili (fra le quali «le decisioni fiscali fondamentali sul reddito e la spesa pubblica») nelle quali gli Stati membri devono mantenere uno «spazio sufficiente di determinazione politica delle condizioni di vita economiche, sociali e culturali dei cittadini» e nelle quali le competenze comunitarie previste dal Trattato di Lisbona dovrebbero essere esercitate essenzialmente in base al criterio della dimensione transfrontaliera della fattispecie da disciplinare.

4. *La crisi asiatica del 1997. Il rafforzamento della cooperazione internazionale: dal Financial Stability Forum (FSF) al Financial Stability Board (FSB)*

Nella primavera del 1997, attacchi speculativi contro il *baht* thailandese costringono il governo a sganciare la valuta dall'ancoraggio con il dollaro (2 luglio), con conseguente sua immediata consistente svalutazione. È l'avvio della «crisi asiatica» che, nonostante un immediato intervento del FMI a favore della Thailandia, si estende rapidamente alle Filippine, Indonesia e Malesia sino a investire le economie di paesi come Corea del Sud, Honk Kong, Singapore e Taiwan che hanno di recente sperimentato un solido processo di crescita industriale.

Nel 1998 la crisi aggrava i problemi finanziari della Russia e del Brasile, minacciando di estendersi anche in America latina,

cfr. W. Munchau, *Salvare la Grecia farà nascere la UE*, in «Il Sole 24 Ore», 16 febbraio 2010.

dove alcuni anni prima (1994-95) il Messico ha già sperimentato una crisi del proprio debito pubblico, e provocando un brusco rallentamento della crescita mondiale[411]. La crisi comporta un eccezionale impegno del FMI – che per farvi fronte si avvale dell'Emergency Financing Mechanism (EFM), messo a punto nel 1995, e di un aumento del 45% delle quote deliberato nel settembre 1997 – e stimola un dibattito sull'efficacia dei programmi tradizionali di intervento adottati da questo organismo internazionale[412].

L'esigenza di rafforzare la cooperazione a livello globale nel campo della stabilità finanziaria, drammaticamente evidenziata dalla crisi asiatica, porta alla nascita del Financial Stability Forum (FSF). Il progetto per la creazione di un nuovo consesso di cooperazione internazionale fra autorità responsabili della vigilanza prudenziale e organismi internazionali viene messo a punto – su mandato conferito dai ministri delle Finanze e dai governatori del G7 in una riunione tenutasi a Washington il 3 ottobre 1998, che lo approvano in una riunione a Bonn il 20 febbraio 1999 – dal presidente della Bundesbank Hans Tietemeyer[413].

In tale occasione i rappresentanti del G7 riconoscono la ne-

[411] Sulla crisi del 1997, definita da molti economisti come la peggiore dopo quella del 1929 (ovviamente prima che dieci anni dopo scoppiasse quella dei mutui *subprime*), cfr. *Lo sviluppo della crisi finanziaria in Asia*, in Banca d'Italia, «Bollettino economico», n. 30, febbraio 1998, pp. 8 ss. e *Gli interventi di assistenza finanziaria in Asia*, in Banca d'Italia, «Bollettino economico», n. 30, febbraio 1998, pp. 6 s.; G.S. Frankel, *Crisi asiatica: crisi della globalizzazione?*, in «Rassegna», n. 6, dicembre 1998, leggibile in http://cont.ubibanca.it/cont/2/downloads/06/06.pdf; Fan Gang, *Crisi asiatica e riforme economiche: le lezioni per la Cina*, in M. Dassù, *Oriente in rosso*, Milano 1999; C.C. Lichtestein, *Dealing with sovereign Liquidity Crises. New International initiatives for the New World of Volatile Capital Flows to and from Emerging Markets*, in «McGeorge LR», 1998, p. 807; R. Wade, *The Coming Fight over Capital Flows*, in «Foreign Policy», 1998-99, p. 41; R.P. Bucley, *An Oft-Ignored perspective on the Asian economic Crisis: The Contribution of Creditors and Investors*, in «BFLR», 1999-2000, p. 431.

[412] Per un'autorevole e serrata critica delle modalità di intervento del FMI nella crisi asiatica, cfr. J.E. Stigliz, *La Globalizzazione e i suoi oppositori*, Torino 2002, p. 95.

[413] Cfr. H. Tietemeyer, *International Cooperation and Coordination in the Area of Financial Market Supervision and Surveillance*, in http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_9902.pdf.

cessità di migliorare le procedure per promuovere e controllare la stabilità del sistema finanziario internazionale attraverso un coordinamento e uno scambio di informazioni permanenti fra le autorità di controllo nazionali e gli organismi internazionali con competenze nell'ambito della stabilità finanziaria che cerchino di superare la dicotomia fra un approccio settoriale, prevalente a livello di vigilanza (nazionale e internazionale), e l'integrazione crescente dei mercati e degli intermediari.

Il Rapporto Tietemeyer individua i seguenti aspetti procedurali rilevanti: *a)* superare l'approccio separato alle problematiche micro e macroprudenziali; *b)* riunire allo stesso tavolo le autorità nazionali e gli organismi internazionali più importanti con competenze nel campo della stabilità finanziaria; *c)* integrare sempre di più i mercati emergenti in questo processo nonché tre aree nelle quali è necessario un miglioramento: *1)* identificazione dei fattori di vulnerabilità e concertazione degli sforzi per mitigare il rischio sistemico; *2)* sviluppo e miglioramento di prassi uniformi e codici di condotta; *3)* miglioramento nella supervisione finanziaria intersettoriale. Compito del FSF è quindi di lavorare e riferire al G7 su queste tematiche sostituendo una serie di gruppi *ad hoc* creati nel tempo sulle tematiche della stabilità finanziaria. Già nella sua prima riunione nel 1999 il FSF adotta il *Compendium of Standards*, un elenco di standard normativi sulla gestione delle politiche macroeconomiche, la supervisione e regolamentazione finanziaria e alcune questioni istituzionali, la cui applicazione viene considerata di fondamentale importanza per il corretto funzionamento dei mercati. Il G7 conferisce al FMI il mandato di controllare l'attuazione di tali standard nel quadro del Financial Sector Assessment Programme (FSAP), avviato, insieme alla BIRS, in base all'art. V, sez. 2, lett. *b*, del suo statuto[414].

Dopo dieci anni di lavoro su queste tematiche, l'esplodere della crisi dei mutui *subprime* porta i *leaders* del G20, riuniti a Washington il 15 novembre 2008, a chiedere un'urgente espansione del ruolo del FSF con un ampliamento della sua base di

[414] Sul punto, cfr. G. Adinolfi, *Le recenti evoluzioni in seno al FMI tra crisi economico-finanziaria e processi di governance economica internazionale*, in «Dir. Comm. Internaz.», 2011, pp. 282 ss.

partecipazione alle economie emergenti. Il FSF viene inoltre chiamato a collaborare con il FMI e altri organismi finanziari internazionali a meglio identificare le vulnerabilità del sistema, anticipare i potenziali fattori di *stress* e giocare un ruolo chiave nella risposta alla crisi. Il FMI e il rafforzato FSF vengono invitati a sviluppare raccomandazioni per mitigare la prociclicità con particolare riferimento a: valutazione degli attivi; grado di leva finanziaria; adeguatezza patrimoniale delle banche; struttura dei compensi dei manager. Il G20 auspica altresì una divisione del lavoro fra i due organismi internazionali basata sulla sorveglianza macroeconomica (affidata al FMI) e sulla fissazione di standard adeguati di vigilanza (affidata al rafforzato FSF)[415].

Il crescente consenso registratosi nei mesi successivi per un rafforzamento del ruolo istituzionale del FSF porta i *leaders* del G20 riuniti a Londra il 2 aprile 2009 a emettere una dichiarazione dal titolo *Strengthening the Financial System* nella quale l'originario mandato del FSF viene ampliato e l'organismo, rafforzato nella sua base istituzionale, viene rinominato Financial Stability Board (FSB)[416]. Fra i compiti del FSB vengono, fra l'altro, individuati i seguenti: *a)* individuare gli elementi di vulnerabilità del sistema finanziario, identificando e supervisionando le azioni necessarie per affrontarli; *b)* promuovere il coordinamento e lo scambio di informazioni fra le autorità aventi responsabilità in materia di stabilità finanziaria; *c)* seguire gli sviluppi del mercato e fornire consulenza sulle loro conseguenze sulla politica di regolamentazione; *d)* seguire e dare consigli in materia di *best practice* di vigilanza; *e)* procedere a periodiche revisioni del lavoro degli *standard setters* internazionali al fine di assicurarne il coordinamento, identificare le priorità e colmare le lacune; *f)* sta-

[415] Il Comunicato finale del G20 è leggibile in http://www.cfr.org/publication/17778/statement_from_g20_summit_november_2008.html. Su di esso, cfr. anche l'articolo di A. Merli, *Nasce il livello intermedio fra vigilanza nazionale e FMI*, in «Il Sole 24 Ore», 4 aprile 2009.

[416] La dichiarazione può leggersi in http://www.g20.org/Documents/Fin_Deps_Fin_Reg_Annex_020409_-_1615_final.pdf. Sulla trasformazione del FSF in FSB, cfr. E.R. Carrasco, *The Global financial Crisis and the Financial Stability Forum: the Awakening and Trasformation of an International Body*, in «Transnat. law & Contemp. Probl.», 2010, p. 203.

bilire linee guida e incoraggiare la creazione, il funzionamento e la partecipazione in collegi di supervisione delle istituzioni finanziarie sistematicamente rilevanti; *g)* supportare piani di emergenza per la gestione delle crisi finanziarie delle imprese finanziarie di importanza sistemica; *h)* collaborare con il FMI in esercizi di *early warning* per l'identificazione, sul nascere, dei rischi macroeconomici e finanziari.

È importante evidenziare come il FSB non sia un organismo di vigilanza sopranazionale ma una sede di coordinamento e funga informalmente da braccio operativo del G20 in materia di stabilità finanziaria. Il FSB riunisce attualmente ventiquattro paesi (rappresentati da: ministri delle Finanze, banche centrali, autorità di controllo), la BCE, la Commissione CE, quattro organismi finanziari internazionali (BRI, che ne cura e ospita il Segretariato, FMI, Banca mondiale e OCSE) e sei organismi internazionali di cooperazione in materia di vigilanza o con compiti di *standard setting* (fra i quali il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria; l'International Accounting Standards Board - IASB; l'International Association of Insurance Supervisors - IAIS; l'International Organisation of Securities Commissions - IOSCO)[417]. Nell'ambito della crisi dei mutui *subprime* scoppiata nel 2007 l'importante sforzo del FSB è quello di favorire – mediante l'elaborazione di studi e linee guida – una risposta, anche sul piano regolamentare, coordinata fra le grandi aree economiche (significativa è in proposito la presenza fra i suoi membri di organi dell'UE quali la BCE e la Commissione e delle associazioni mondiali delle autorità di controllo).

Organi del FSB sono: l'Assemblea plenaria (organo decisionale che si riunisce almeno due volte l'anno e nomina il presidente); il Comitato direttivo (che assicura la guida operativa e si riunisce per lo meno quattro volte l'anno); il presidente (eletto con un mandato triennale rinnovabile una volta)[418] e il Segretariato.

Il FSB costituisce un momento importante di coordinamento

[417] Per una lista completa degli aderenti cfr. http://www.financialstability board.-org/members/links.htm.

[418] Presidente (eletto per la prima volta nel 2006 e rinnovato nel 2009) è il governatore della Banca d'Italia Mario Draghi al quale subentra, nel novembre del 2011, il governatore dalla Bank of Canada Mark Carney.

internazionale su base volontaria in materia di stabilità finanziaria nonché un interessante esempio del ruolo che può giocare la *soft law* nel tentare di armonizzare a livello globale alcune regole di base tanto da far auspicare, in alcune sedi, un rafforzamento del suo ruolo e della sua struttura[419].

5. *Il Piano di azione per i servizi finanziari (PASF) e la riforma della Vigilanza europea (lo Schema Lamfalussy)*

Il XX secolo si chiude con l'adozione, da parte della Commissione europea, del Piano di azione per i servizi finanziari (PASF), approvato a Lisbona nel 1999, che si propone, fra l'altro, di eliminare le residue frammentazioni del mercato finanziario e di assicurare un elevato livello di protezione ai consumatori. Poco dopo, il Consiglio europeo, riunito in sessione straordinaria il 23 e il 24 marzo 2000 a Lisbona, concorda un nuovo obiettivo strategico per l'Unione al fine di sostenere l'occupazione, le riforme economiche e la coesione sociale nel contesto di un'economia basata sulla conoscenza[420].

I primi anni del nuovo millennio non presentano particolari novità per quanto riguarda la legislazione bancaria: si assiste più

[419] Per una proposta in tal senso formulata dal Council on Global Financial Regulation (CGFR), un organismo indipendente formato da ex responsabili di autorità di controllo e da esponenti dell'industria finanziaria, cfr. R. Sabbatini, *"Più coordinamento tra authority"*, in «Il Sole 24 Ore», 15 aprile 2011, p. 45.

[420] La relativa Dichiarazione si apre con queste significative affermazioni: «Un obiettivo strategico per il nuovo decennio. La nuova sfida 1. L'Unione Europea si trova dinanzi a una svolta epocale risultante dalla globalizzazione e dalle sfide presentate da una nuova economia basata sulla conoscenza. Questi cambiamenti interessano ogni aspetto della vita delle persone e richiedono una trasformazione radicale dell'economia europea. L'Unione deve modellare tali cambiamenti in modo coerente con i propri valori e concetti di società, anche in vista del prossimo allargamento. 2. Il ritmo rapido e sempre crescente dei mutamenti rende urgente un'azione immediata da parte dell'Unione per sfruttare appieno i vantaggi derivanti dalle opportunità che si presentano. Ne consegue la necessità per l'Unione di stabilire un obiettivo strategico chiaro e di concordare un programma ambizioso al fine di creare le infrastrutture del sapere, promuovere l'innovazione e le riforme economiche, e modernizzare i sistemi di previdenza sociale e d'istruzione».

che altro a un consolidamento e a una manutenzione del t.u.b. per recepire le novità che provengono dalle direttive UE.

Con il Rapporto approvato dal Consiglio europeo di Stoccolma del marzo 2001[421] si perviene a una razionalizzazione del processo di produzione delle normative in campo finanziario (con un metodo successivamente esteso anche al settore bancario e a quello assicurativo) basato sulla collaborazione tra istituzioni comunitarie e una rete di autorità di settore.

Il metodo, inizialmente previsto e operante per il settore dei servizi di investimento, viene poi esteso ai servizi finanziari in senso ampio, incluse quindi banche e assicurazioni[422].

[421] Su di esso cfr., per tutti, A.M. Carozzi, *Il metodo Lamfalussy: regole e vigilanza del mercato finanziario*, Roma 2007 e A. Esposito, *Il modello decisionale europeo nel settore dei servizi finanziari*, in C. Rossano, D. Siclari (a cura di), *Interesse pubblico e controllo della finanza innovativa*, Padova 2006, pp. 123 ss., ai quali si rinvia per ulteriori spunti bibliografici.

[422] L'estensione dello schema decisionale è avvenuta ad opera del Consiglio Ecofin del 3 dicembre 2002 che ha approvato le proposte del Comitato economico e finanziario per una nuova struttura dei Comitati di settore operanti in campo bancario, assicurativo e dei fondi pensione, secondo il Modello Lamfalussy già adottato per i servizi di investimento. A tale atto hanno fatto seguito alcune decisioni della Commissione di istituzione dei singoli Comitati. Per quanto riguarda le banche sono la Dec. 2004/10/CE che istituisce il Comitato bancario europeo (EBC, secondo l'acronimo inglese), che è il Comitato di secondo livello ed è l'omologo del Comitato europeo dei valori mobiliari (ESC, secondo l'acronimo inglese) e la Dec. 2004/5/CE che istituisce il Comitato delle autorità di vigilanza bancaria (CEBS, secondo l'acronimo inglese), che è il Comitato di terzo livello ed è l'omologo del Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (CESR, secondo l'acronimo inglese). Ad esse ha fatto seguito la dir. 2005/1/CE del 9 marzo 2005 che ha modificato undici direttive in materia bancaria e assicurativa al fine di istituire una nuova struttura organizzativa per Comitati del settore servizi finanziari. Su di essa, cfr. anche il parere della BCE del 20 febbraio 2004 in G.U.U.E., 6 marzo 2004, C/58/23. Per quanto riguarda la composizione dei Comitati, è importante ricordare che quelli di secondo livello (EBC ed ESC) sono presieduti dalla Commissione europea e composti da un rappresentante per paese designato dal ministro competente in materia economico-finanziaria. È prevista la presenza (come osservatori) di un esperto tecnico per paese sempre designato a livello ministeriale. I Comitati di terzo livello (CEBS e CESR) sono composti da un rappresentante per paese dell'autorità di controllo competente e presieduti da un loro membro. È prevista la partecipazione (in qualità di osservatori) di rappresentanti della Commissione e degli Stati appartenenti allo Spazio economico europeo.

La riforma, che si inquadra nel Piano di azione per i servizi finanziari presentato dalla Commissione nel maggio 1999, è basata sul Rapporto di un Comitato di saggi presieduto dall'ex presidente dell'Istituto monetario europeo Alexandre Lamfalussy[423], incaricato dal Consiglio Ecofin del 17 luglio 2000 di formulare proposte al fine di addivenire a una maggior convergenza e a una migliore cooperazione fra gli Stati membri nell'applicazione della disciplina vigente e nella produzione di una normativa adeguata alla continua evoluzione dei mercati.

Il mandato di studiare proposte di riforma dei meccanismi di produzione normativa a livello comunitario si inserisce nelle misure volte a creare un mercato finanziario unico che, accanto all'adozione dell'euro, metta in grado l'Europa di raggiungere gli obiettivi fissati dal Consiglio di Lisbona del marzo 2001 di fare dell'area «l'economia più competitiva e dinamica del mondo».

L'esperienza delle direttive di mutuo riconoscimento e di armonizzazione minima in campo bancario e assicurativo e della dir. 1993/22/CEE in materia di servizi di investimento aveva evidenziato una serie di fattori problematici che ostacolavano sia la produzione di una normativa comunitaria in tempi sufficientemente rapidi da tenere il passo con l'evoluzione dei mercati, sia l'attuazione tempestiva e uniforme del diritto comunitario da parte degli Stati membri. Fra di essi assumevano particolare rilevanza: *a)* la posizione molto differenziata, sia degli Stati membri che delle istituzioni europee, circa modalità e ampiezza dell'intervento normativo europeo, a fronte di una ancor notevole segmentazione settoriale delle varie normative nazionali; *b)* il difficile contemperamento, anche tenuto conto dei principi di sussidiarietà e di proporzionalità, fra l'esigenza di consentire opportuni margini di discrezionalità in sede di recepimento agli Stati membri (all'interno dei quali spesso operano più autorità di controllo con competenze diversificate) e l'obiettivo di addivenire alla piena e uniforme attuazione del diritto comunitario; *c)* la complessità (e conseguente lentezza) dei processi decisionali comunitari (basati su negoziazioni sia fra gruppi di esperti statali che fra orga-

[423] Il Rapporto, datato 15 febbraio 2001, fu trasmesso al Consiglio il successivo 23 febbraio.

nismi comunitari), che mal si concilia con l'esigenza di produzione di normative tecnicamente complesse e flessibili, richieste dai mercati; *d)* la mancanza di un'integrazione, a un tempo formale, stabile e trasparente, all'interno dei processi decisionali comunitari, dell'istanza tecnica rappresentata dai soggetti di mercato: imprese, consumatori e altri soggetti interessati[424].

Il Comitato dei saggi individuava una serie di «blocchi» a livello sia di istituzioni europee che di Stati membri evidenziando varie carenze nel sistema, che veniva definito troppo lento (con proposte di direttiva, come quella in materia di OPA, che si trascinavano da oltre dieci anni); di conseguenza, troppo rigido, a causa della necessità di una proposta formale della Commissione da adottare con la procedura di codecisione anche per adattamenti modesti o di natura tecnica; con troppe ambiguità sia dei testi comunitari (dovute probabilmente alla natura negoziata degli stessi) che delle disposizioni nazionali di attuazione: «a causa [...] della mancanza di una rete efficiente di coordinamento tra le autorità di regolamentazione europee»; privo di un'adeguata distinzione «tra i principi quadro basilari e duraturi e le regole per l'attuazione quotidiana», con conseguente emanazione di direttive dettagliate e rigide[425].

Per risolvere queste criticità la riforma basata sulla Relazione del Comitato di saggi ha previsto un sistema integrato di procedure e organismi basato su quattro livelli: il primo, dedicato all'attività legislativa in senso stretto, con l'adozione da parte del Parlamento e del Consiglio europei di regolamenti o direttive (al riguardo veniva espressa una preferenza per l'adozione, se possibile, di regolamenti che avrebbero potuto evitare difficoltà di recepimento a livello nazionale) secondo la procedura di codecisione, possibilmente «accelerata» (in unica lettura). Gli atti normativi di questo livello dovrebbero stabilire essenzialmente i principi generali e i tratti fondamentali della materia oggetto di disciplina (e qui può forse scorgersi una contraddizione con l'auspicio a utilizzare il Regolamento che, di fatto, non ha avu-

[424] Per una più approfondita disamina dell'incidenza di questi fattori problematici, cfr. Esposito, *Il modello decisionale europeo* cit., pp. 127 ss.

[425] Cfr. *Relazione* del Comitato, Doc. 6554/01, pp. 16 s.

to molto seguito), demandando al livello successivo l'adozione delle misure di attuazione in applicazione dell'art. 202 (ex 145), ult. trattino, del Trattato CE sul conferimento di poteri esecutivi alla Commissione. È importante ricordare che, nell'elaborazione delle proposte di atti normativi di primo livello, la Commissione consulta sia i Comitati di settore di secondo livello che i partecipanti al mercato e gli altri soggetti interessati[426]. Al secondo livello si collocano le disposizioni di attuazione della Commissione che si avvale (con alcune varianti) della procedura c.d. «nuova decisione di comitatologia» (Dec. Cons. n. 1999/468/CE) con l'intervento sia dei Comitati di secondo livello (EBC e ESC) che di quelli di terzo livello (CEBS e CESR). In pratica la Commissione, consultati l'EBC e l'ESC, invita il CEBS e il CESR a trasmetterle un parere[427] sui dettagli tecnici della materia regolamentare e poi, tenendo conto di tale parere, presenta un progetto di misure di attuazione all'EBC e all'ESC: se questi ultimi lo approvano a maggioranza qualificata, la Commissione lo adotta definitivamente[428]. Il terzo livello ha come scopo il miglioramento della coerenza del recepimento e dell'applicazione delle disposizioni adottate ai primi due livelli la cui «responsabilità primaria spetta alle autorità di regolamentazione nazionali collegate in una rete di cooperazione», costituita appunto dal CEBS e dal CESR. Questi Comitati sono incaricati di: *a)* produrre linee guida coerenti per le disposizioni amministrative da adottare a livello nazionale; *b)* emanare raccomandazioni interpretative e definire

[426] In proposito la Relazione del Comitato ha raccomandato di: «Consultare, in via preliminare, in modo aperto, trasparente e sistematico gli operatori di mercato e gli utenti finali [...] se necessario, si dovrebbero organizzare audizioni pubbliche. [...] Si dovrebbe utilizzare internet per incoraggiare una più larga partecipazione. Una sintesi del processo di consultazione dovrebbe essere pubblicata contestualmente alla presentazione della proposta finale», Doc. n. 6554/01, p. 27.

[427] Anche i Comitati di secondo livello consultano operatori di mercato, consumatori e utenti finali.

[428] Procedure più complesse sono previste in caso di voto contrario dei Comitati di secondo livello sulle quali cfr. Esposito, *Il modello decisionale europeo* cit., pp. 134 s., al quale si rinvia anche per il ruolo che il Parlamento europeo svolge nella procedura (essenzialmente di esame del progetto definitivo e di verifica che le misure proposte non eccedano i poteri di esecuzione definiti al primo livello).

principi comuni su materie non coperte da legislazione comunitaria; *c)* confrontare le pratiche di regolamentazione nazionali per assicurare l'effettivo rispetto delle norme in tutta l'Unione e definire le buone prassi; *d)* svolgere periodicamente una rassegna (*peer review*) delle disposizioni e delle prassi amministrative degli Stati membri, riferendone i risultati alla Commissione e all'EBC e all'ESC. Il quarto livello è quello dell'attività di controllo sull'attuazione e il rispetto delle norme comunitarie la cui responsabilità principale ricade sulla Commissione, la cui vigilanza dovrebbe essere particolarmente stringente e rigorosa.

L'intero processo decisionale Lamfalussy, articolato sui quattro livelli descritti, è poi sottoposto a una valutazione periodica da parte di un gruppo interistituzionale di monitoraggio[429].

Una prima notazione, di tipo «storico», rispetto allo Schema decisionale Lamfalussy attiene alla circostanza che esso sia stato pensato e attuato prima per il settore dei valori mobiliari e successivamente esteso a quelli bancario e assicurativo e dei fondi pensione. È quindi avvenuto a livello europeo un po' il contrario di quello che si è verificato a livello nazionale in Italia, dove è stata la legislazione bancaria che, di solito, ha fatto da battistrada per quella finanziaria (il t.u.b. ha, com'è noto, preceduto il t.u.f. che, per quanto possibile, ha mutuato dal primo soluzioni e istituti e ciò anche perché le direttive bancarie avevano preceduto quelle sui servizi di investimento). Ciò è senza dubbio dovuto al fatto che, dovendo mettere mano a livello europeo a un aggiornamento della disciplina in materia di servizi finanziari, si è voluto far tesoro dell'esperienza applicativa derivante dal più maturo settore bancario. Il che testimonia di una circolarità delle normative riguardanti i due settori e del progressivo sgretolamento dei tradizionali confini fra di essi.

Una seconda considerazione è che questo meccanismo si basa su di un'impalcatura forse un po' complicata nella quale ci si è sforzati di rappresentare e fare interagire sia le istituzioni comunitarie (Consiglio, Commissione, Parlamento) che le diverse competenze nazionali (Ministeri, autorità di controllo), in cui un ruolo centrale spetta proprio ai Comitati in cui sono rappre-

[429] Informazioni al riguardo in www.marketpress.info/notiz.

sentate le autorità stesse (CEBS e CESR). Si è infatti visto come essi agiscano sia al secondo livello (come Comitati consultivi nei confronti della Commissione), che al terzo livello come Comitati pienamente indipendenti delle autorità di regolamentazione nazionali per assicurare un'uniforme applicazione della legislazione comunitaria. Ed è forse proprio qui l'aspetto più innovativo dello Schema Lamfalussy: quello di aver contribuito a creare una rete di autorità di controllo nazionali le quali, oltre a essere responsabili per la vigilanza nazionale e l'emanazione della normativa secondaria di settore, sono poste al centro anche della fase ascendente di formazione del diritto comunitario[430]. Anche in questa prospettiva si può quindi parlare di una circolarità della normativa in materia bancaria, finanziaria e assicurativa in un processo che, dalla formazione dei principi e delle direttive a livello quasi federale passa poi per la normativa primaria di recepimento nazionale per arrivare, infine, alle regole secondarie delle autorità di controllo. È così evidente come i rappresentanti di queste ultime costituiscano il *trait d'union* di tutta la procedura, contribuendo a un costante travaso di esperienze fra livello nazionale e livello comunitario e, tramite la rete di cui sono parte, a integrare le loro stesse amministrazioni nell'ordinamento comunitario.

6. *L'attuazione di Basilea 2 e le nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche*

Anche in campo comunitario si procede con una tecnica di unificazione dei testi simile a quella nazionale. Le direttive in campo bancario vengono infatti compattate nella dir. 2000/12/CE (che può considerarsi un vero e proprio testo unico comuni-

[430] Per il contributo decisivo che il diritto comunitario ha dato al rafforzamento delle autorità indipendenti tramite il loro inserimento in una «rete» europea, cfr. M. Clarich, *Le autorità indipendenti nello "spazio regolatorio", l'ascesa e il declino del modello*, in «Dir. pubbl.», 2004, pp. 1054 ss. Per la rilevanza del fenomeno dei Comitati di settore ai fini della creazione di una «rete di governi di settore» anche nell'ordinamento internazionale globale, cfr. S. Cassese, *Gamberetti, tartarughe e procedure. Standards globali per i diritti amministrativi nazionali*, in «Riv. trim. dir. pubbl.», 2004, pp. 666 e 674 ss.

tario), poi sostituita dalle dir. 2006/48 e 2006/49/CE (c.d. CRD) in seguito all'emanazione delle disposizioni europee che recepiscono il nuovo accordo di Basilea del 2004 sul capitale delle banche (c.d. Basilea 2). Il definitivo varo di quest'ultimo è preceduto da un ampio dibattito nel quale spesso si affacciano preoccupazioni per gli effetti che il nuovo sistema avrebbe potuto comportare in termini di accesso al credito per le imprese e conseguenti effetti sull'economia reale[431].

Il recepimento in Italia di tale nuovo impianto prudenziale avviene con alcune modifiche al t.u.b.[432] e una corposa normativa secondaria: le *Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche*, emanate dalla Banca d'Italia con Circ. n. 263 del 27 dicembre 2006 ed entrate in vigore il 1° gennaio 2007 che, per il momento e in attesa di un futuro auspicabile ricompattamento,

[431] Su Basilea 2 e la nuova disciplina prudenziale – oltre al documento ufficiale del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, A revised Framework. Comprehensive Version*, June 2006, disponibile (anche in versione italiana) in http://www.bis.org/publ/bcbs128.htm, insieme a numerosi altri documenti preparatori e successivi – cfr., per tutti: F. Garrone, *Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria e la revisione dell'accordo sul capitale*, in «Bancaria», n. 1, 2001; F. Cannata, S. Laviola, *Il nuovo accordo sul capitale delle banche: le principali caratteristiche e il trattamento dei crediti alle imprese*, in «Argomenti», n. 11, 2004; P. Ciocca, *"Basilea 2" e "IAS": più concorrenza, minori rischi*, intervento alla VIII Convention ABI, *Realizzare Basilea 2 e IAS: Tendenze, Criticità e Soluzioni*, Roma 29 novembre 2004; G. Carosio, *Le nuove disposizioni di vigilanza Basilea 2 - Cosa devono fare le banche adesso - Le nuove istruzioni di vigilanza e i processi implementativi in atto*, intervento al Convegno ABI, *Credit & Operational Risks*, 22 gennaio 2007; Id., *L'applicazione di Basilea 2 alla prova dei fatti*, intervento al Convegno ABI, *Basilea 2 alla prova dei Fatti*, Roma 22 aprile 2008, tutti disponibili sul sito internet della Banca d'Italia: http://www.bancaditalia.it/interventi/intaltri_mdir; G. Boccuzzi, *Rischi e garanzie nella regolazione finanziaria*, Bari 2006; M. Marangoni, *La vigilanza regolamentare*, in Galanti, *Diritto delle banche* cit., p. 534. L'autore ringrazia Mario Marangoni per i suggerimenti dati in seguito alla lettura del presente paragrafo e del successivo par. 9.

[432] Apportate con il già menzionato d.l. 27 dicembre 2006, n. 297, *Disposizioni urgenti per il recepimento delle direttive comunitarie 2006/48/CE e 2006/49/CE* [relative, rispettivamente, all'accesso all'attività degli enti creditizi (rifusione) e all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi (rifusione)] *e per l'adeguamento a decisioni in ambito comunitario relative all'assistenza a terra negli aeroporti, all'Agenzia nazionale per i giovani e al prelievo venatorio*, conv. in legge, con modificazioni, dal comma 1 dell'art. 1 della l. 23 febbraio 2007, n. 15.

costituiscono un *corpus* autonomo rispetto alle tradizionali *Istruzioni di vigilanza*[433].

In estrema sintesi, i tratti salienti della nuova disciplina, così come configurati e rappresentati dalle *Nuove disposizioni*, sono i seguenti: *A)* Obiettivi: *1)* pervenire a una dotazione patrimoniale meno standardizzata e uguale per tutto il sistema e più strettamente commisurata all'effettivo grado di esposizione al rischio di ciascuna banca attraverso una misurazione accurata di una più ampia tipologia di rischi; *2)* incentivare le banche, attraverso risparmi in termini di minor «assorbimento patrimoniale», ad affinare prassi gestionali e tecniche di misurazione dei rischi; *3)* favorire un più accentuato livellamento del terreno di competizione a livello globale attraverso una maggiore estensione delle attività e delle tecniche oggetto di armonizzazione; *4)* valorizzare la disciplina di mercato tramite l'introduzione di obblighi di informativa al pubblico; *5)* produrre, tramite maggiori stimoli all'efficienza e alla concorrenza, esternalità positive anche per i destinatari dei servizi bancari (in prima battuta imprese ed, in via ancor più mediata, risparmiatori, investitori, clienti). *B)* Principi e criteri ispiratori (intesi ad assicurare flessibilità di applicazione e contenimento degli oneri della regolamentazione): *1)* proporzionalità, nel senso di tener conto delle diversità degli intermediari (per dimensioni, complessità e altre caratteristiche) differenziando, in talune ipotesi, le regole; *2)* non eccessiva prescrittività: vengono, in linea di massima, indicati principi di carattere generale, integrati da linee guida applicative e indicazioni su prassi accettabili, diffuse e utilizzate presso gli intermediari; *3)* gradualità: ciascun

[433] Le parti di quest'ultime concernenti la vigilanza prudenziale (e, in particolare, i capitoli da 1 a 5 del Tit. IV) vengono sostanzialmente abrogate per la generalità delle banche continuando ad applicarsi in via transitoria solo in casi particolari. Entrambi i corpi normativi sono consultabili in http://www.bancaditalia.it/vigilanza/regolamentati/banche/istruzioni. Per avere chiaro il quadro di raccordo in materia di vigilanza prudenziale fra *Istruzioni* e *Nuove disposizioni* bisogna consultare, nell'ambito della cartella relativa alle prime, il documento intitolato *Circolare n. 229 - Elenco delle Comunicazioni modificative* nonché considerare che, per quanto riguarda i controlli interni, le due discipline si integrano (cfr. in proposito le *Nuove disposizioni*, Tit. I, cap. 1, par. 1.1, p. 3, nota 1, che rinvia al Tit. IV, cap. 11 delle *Istruzioni* che specificano che le disposizioni in esso contenute «trovano applicazione per gli aspetti non disciplinati nel presente fascicolo»).

intermediario può scaglionare l'accesso a metodologie e processi via via più avanzati, anche in modo differenziato per ciascuna tipologia di rischio. *C)* Struttura basata su tre pilastri. Il primo consiste nel requisito patrimoniale per fronteggiare i rischi tipici dell'attività bancaria e finanziaria (di credito, di controparte, di mercato e operativi) – pari come nella regolamentazione precedente come minimo all'8% delle attività ponderate per il rischio – con la previsione (ed è questo l'aspetto innovativo) di metodologie alternative di calcolo dei requisiti patrimoniali caratterizzate da diversi livelli di complessità nella misurazione dei rischi e nei requisiti organizzativi e di controllo. Il secondo attiene all'adozione, da parte delle banche, di una strategia e di un processo di controllo dell'adeguatezza patrimoniale, attuale e prospettica, la cui affidabilità è verificata dall'autorità di vigilanza che può adottare, se del caso, misure correttive. Il terzo si sostanzia in obblighi di informativa al pubblico riguardanti l'adeguatezza patrimoniale, l'esposizione ai rischi e le caratteristiche generali dei relativi sistemi di gestione e controllo.

Per quanto riguarda i meccanismi di cooperazione comunitari, va rilevato come la disciplina recata dalle *Nuove disposizioni* contenga delle procedure avanzate, basate sullo Schema Lamfalussy e destinate a ben inserirsi anche nella riforma di quest'ultimo in base al Rapporto de Larosière. Sono infatti previste forme di coordinamento che comprendono anche la costituzione di collegi di supervisori per la definizione in concreto dei compiti e dei ruoli spettanti a ciascuna autorità nazionale[434]. Per quanto riguarda i gruppi bancari e per le banche controllate da un'impresa madre europea vi è poi un esempio, molto interessante, di procedura che sfocia in una decisione congiunta da parte delle autorità di vigilanza interessate con la contestuale previsione che, in caso di mancato accordo, la decisione assunta dall'autorità di

[434] Cfr., in particolare, l'art. 69, commi 1 e 1-*bis* del t.u.b. (nella versione risultante dalle modifiche apportate con il cennato d.l. n. 297/2006), secondo cui la Banca d'Italia definisce, anche sulla base di accordi con le autorità di vigilanza di altri Stati comunitari, forme di collaborazione e di coordinamento nonché la ripartizione dei compiti specifici di ciascuna autorità in ordine all'esercizio della vigilanza consolidata nei confronti di gruppi operanti in più paesi e individua i soggetti sui quali, per effetto di detti accordi, viene esercitata la vigilanza consolidata.

vigilanza competente a livello consolidato sia comunque vincolante[435]. Il processo di controllo prudenziale (secondo pilastro) continua a essere invece affidato alle autorità di controllo nazionali che sono tuttavia tenute a operare tenendo conto delle disposizioni generali in materia di collaborazione.

Il d.l. n. 297/2006 dota anche le autorità di controllo di più pregnanti strumenti di gestione delle situazioni di criticità. La lett. *d* dell'art. 53, comma 3, del t.u.b. viene infatti riscritta e viene inserito un comma 2-*ter* nell'art. 67 per chiarire che i provvedimenti specifici (nei confronti di banche individuali o gruppi) possono riguardare anche «la restrizione delle attività o della struttura territoriale, il divieto di effettuare determinate operazioni, anche di natura societaria, e di distribuire utili o altri elementi del patrimonio».

7. *La legge di riforma del risparmio (l. n. 262/2005). Dall'UIC all'UIF*

Nel dicembre 2003 diviene palese il dissesto della Parmalat provocato da un sistema di frode pluriennale perpetrato dal socio di maggioranza del quale il mercato e le autorità di controllo si accorgono troppo tardi. Il *crack* di 14,5 miliardi di euro coinvolge migliaia di risparmiatori che hanno sottoscritto titoli obbligazionari collocati massicciamente dalle banche anche nell'anno precedente il dissesto. Quest'ultimo viene affrontato con una speciale procedura di amministrazione straordinaria[436] che consente di salvaguardare i valori industriali e occupazionali ma di ristorare solo in parte le gravi perdite subite degli obbligazionisti. Sul piano delle risposte istituzionali inizia il lungo e contrastato iter della legge di riforma del risparmio con un disegno di legge governativo presentato nel febbraio 2004[437].

[435] Si tratta della procedura per l'autorizzazione all'utilizzo dei sistemi interni relativi a tutte le metodologie avanzate (cfr. *Nuove diposizioni*, Tit. I, cap. 1, parte V, par. 3).

[436] Il d.l. 23 febbraio 2003, n. 347, conv. in l. 18 febbraio 2004, n. 39 (c.d. legge «Marzano»).

[437] Atti della Camera, 16 febbraio 2004, n. 4705.

Nella primavera-estate del 2005 la scalata alla Banca Popolare Antoniana Veneta (Antonveneta) da parte della multinazionale olandese ABN-Amro e della Banca popolare italiana (BPI, ex Popolare di Lodi) suscita l'interesse della magistratura inquirente. Le indagini – che si avvalgono di intercettazioni telefoniche (pubblicate dalla stampa) le quali svelano uno scenario di rastrellamento di azioni dell'Antonveneta portato avanti in modo occulto dall'amministratore delegato della BPI – coinvolgono anche il governatore della Banca d'Italia Fazio, che rassegna le proprie dimissioni il 19 dicembre 2005[438].

Viene quindi emanata la legge di «riforma del risparmio»[439]

[438] Gli succede, il 29 dicembre 2006, Mario Draghi – già direttore generale del Tesoro dal 1991 al 2001 e presidente della Commissione incaricata dei lavori preparatori del t.u.f. e del Comitato privatizzazioni – il quale, nelle sue prime «considerazioni finali» (lette all'Assemblea dei partecipanti il 31 maggio 2006), ricorda così il periodo che precede la sua nomina: «Con la fine dello scorso anno volgeva al termine un periodo convulso di scandali, di speculazioni, durante il quale era parso che il mercato, i risparmi degli italiani, il destino di società in settori rilevanti per l'economia nazionale fossero preda dell'arbitrio, dell'interesse, delle trame di pochi individui. L'iniziativa della magistratura impediva il compiersi di queste trame. Si attende l'esito dei procedimenti giudiziari in corso. La Banca d'Italia, pur salva nell'integrità istituzionale della sua struttura di vigilanza, ne usciva ferita». Durante la prima parte del mandato del nuovo governatore, si assiste a un'accelerazione del processo di consolidamento e concentrazione del sistema bancario con sette grandi operazioni di «fusione» fra banche italiane e due acquisizioni da parte di gruppi stranieri. Il 28 maggio 2011 la II sezione penale del Tribunale di Milano emette la sentenza di primo grado nel processo per la scalata dell'Antonveneta. Pesante (e superiore alla richiesta del PM) è la condanna inflitta all'ex governatore Antonio Fazio (imputato di aggiotaggio): quattro anni di reclusione, un milione e mezzo di multa, interdizione dai pubblici uffici per cinque anni. Per lo stesso reato il medesimo Tribunale il 31 ottobre 2011 ha inflitto analoga condanna (tre anni e mezzo di reclusione e un milione di multa) all'ex governatore Fazio per la scalata di Unipol alla BNL (per contrastare il tentativo di acquisizione da parte della spagnola BBVA). Entrambe le sentenze saranno tuttavia riformate in appello. Nel primo caso (Antonveneta) la condanna viene ridotta a due anni e sei mesi (con pronuncia del 28 maggio 2012); nel secondo (BNL) l'ex governatore viene assolto, insieme ad altri dieci imputati, perché il fatto (il reato di aggiotaggio) non sussiste (con pronuncia del 30 maggio 2012)

[439] L. 28 dicembre 2005, n. 262, *Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*, che interviene su disposizioni del t.u.b. e del t.u.f. in materia di società quotate, e del codice civile. Alla legge ha fatto poi seguito il d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303 (emanato in base alla delega conferita

i cui punti salienti sono, in estrema sintesi i seguenti: *a)* una più incisiva tutela delle minoranze azionarie delle s.p.a. quotate tramite: introduzione del voto di lista e la riserva di almeno uno dei membri del consiglio di amministrazione al rappresentante di una lista di minoranza (art. 147-*ter*, t.u.f.); elezione di un membro effettivo del collegio sindacale da parte dei soci di minoran-

dall'art. 43 della l. n. 262/2005 stessa) che ha apportato ulteriori modifiche alle norme sulle quali è intervenuta la riforma. Su tale riforma e sui suoi riflessi sulla borsa e la finanza cfr., più diffusamente, anche *infra* Parte III, cap. VII, par. 3. Per quanto riguarda la bibiliografia, cfr., per tutti: F. Capriglione, *Crisi di sistema e innovazione normativa: prime riflessioni sulla nuova legge sul risparmio (l. n. 262 del 2005)*, in «Banca borsa», I, 2006, p. 125; G. Minervini, *La Banca d'Italia, oggi*, in «Banca borsa», I, 2006, p. 619; F. Merusi, *Diritto contro economia. Resistenze all'innovazione nella legge sulla tutela del risparmio*, in «Banca impr. soc.», 2006, p. 3; G. Alpa, *La legge sul risparmio e la tutela contrattuale degli investitori*, in «Contratti», 2006, p. 927; L. Torchia, *Verso una Banca d'Italia repubblicana ed europea?*, in «Giorn. dir. amm.», 2006, p. 273; V. Salafia, *La legge sul risparmio*, in «Società», 2006, p. 137; L. Spaventa, *La legge sulla tutela del risparmio: passi avanti, errori e illusioni*, in «Analisi giur. economia», 2006, p. 11; G. Visentini, E. Ruggiero, *La nuova legge di tutela del risparmio: prime riflessioni*, in «Dir. e pratica società», 2006, p. 6; G. Chiaraviglio, *Le disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari (l. 28 dicembre 2005 n. 262). Prime considerazioni*, in «Riv. dott. comm.», 2006, p. 382; S. Seminara, *Nuovi illeciti penali e amministrativi nella legge sulla tutela del risparmio (commento alla l. 28 dicembre 2005 n. 262)*, in «Dir. pen. e proc.», 2006, p. 549; E. Guerri, *Le modifiche alle competenze in materia antitrust introdotte con la legge di riforma della tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*, in «Dir. economia», 2006, p. 279; G. Della Cananea, *Una riforma "perversa": l'autonomia della Banca d'Italia e la legge n. 262 del 2005*, in «Dir. dell'econom.», 2007, p. 205; A. Antonucci, M.T. Paracampo, *Conflitti di interesse e disciplina delle attività finanziarie: il titolo II della legge risparmio e le sue successive modifiche*, in «Banca borsa», I, 2007, p. 285; S. Mezzacapo, *Promozione e tutela della concorrenza bancaria dopo la «legge sul risparmio» (n. 262 del 2005)*, in «Banca borsa», I, 2007, p. 48; L. De Angelis, N. Rondinone, *La tutela del risparmio nella riforma dell'ordinamento finanziario. Commento alla l. 28 dicembre 2005 n. 262 e ai provvedimenti attuativi*, Torino 2009; G.C. Feroni, *Tutela del risparmio e vigilanza sull'esercizio del credito. Un'analisi comparata*, Torino 2011, pp. 4 ss. Sul d.lgs. n. 303/2006, cfr. G. Carriero, *Il decreto legislativo di coordinamento con la legge di tutela del risparmio*, in G. Alpa, P. Zatti (a cura di), *Commentario breve al Cod. Civ. Leggi complement., Aggiornam.*, Padova 2007 e in *Scritti di diritto dell'economia*, Milano 2010, p. 259; E. Cervio, F. Mazzini, M. Clarich, E.L. Camilli, M. Condemi, *Coordinamento con la l. 28 dicembre 2005, n. 262, del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (tub) e del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (tuf) (commento al d.leg. 29 dicembre 2006 n. 303)*, in «Guida al dir.», fasc. 4, 2007, p. 10.

za che deve essere nominato presidente da parte dell'Assemblea (modifiche all'art. 148, t.u.f.); possibilità per i soci che rappresentano una minoranza qualificata di richiedere un'integrazione dell'elenco delle materie poste all'ordine del giorno dell'Assemblea (art. 126-*bis*, t.u.f.); *b)* limiti al cumulo degli incarichi (art. 148-*bis*, t.u.f.); *c)* modifiche alle disposizioni del codice civile (art. 2393) in materia di azione sociale di responsabilità che può essere promossa anche a seguito di una delibera (a maggioranza dei 2/3) del collegio sindacale; *d)* una disciplina intesa a consentire una maggior trasparenza delle società estere (introduzione artt. 165-*ter*/165-*septies*, t.u.f.); *e)* una disciplina in materia di conflitti di interesse nei seguenti settori: *1)* concessione del credito anche a soggetti collegati (modifiche all'art. 53, t.u.b.); *2)* gestioni collettive, individuali e di prodotti assicurativi e previdenziali (art. 9); *3)* servizi di investimento (modifiche all'art. 6, t.u.f.); *f)* alcune disposizioni intese a tutelare maggiormente gli investitori di prodotti finanziari, basate su di un aggiornamento degli oneri di informazione e trasparenza e sulla loro estensione agli strumenti emessi dalle banche e dalle assicurazioni (art. 14); *g)* l'obbligo di informazione al mercato circa l'adesione a codici di comportamento (introduzione degli artt. 124-*bis* e *ter* nel t.u.f.); *h)* l'istituzione della figura del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili e societari (art. 154-*bis*, t.u.f.)[440]; *i)* obblighi informativi al mercato in materia di *stock-options* (art. 114-*bis*, t.u.f.); *l)* modifiche alla disciplina della revisione contabile; *m)* per quanto concerne la Banca d'Italia vengono previsti: *1)* la trasformazione del Direttorio in un organo collegiale composto da cinque membri e il trasferimento ad esso della competenza a emanare i provvedimenti di rilevanza esterna già attribuiti al governatore; *2)* il principio di maggioranza per l'adozione delle relative delibere con prevalenza del voto del governatore in caso di parità; *3)* la durata del

[440] Tale disposizione appare mutuata da un'analoga previsione (*section* 302) contenuta nel Sarbanes-Oxley Act del 30 luglio 2002, una complessa legge di riforma – che, fra l'altro, istituisce il Public Company Accounting Oversight Board e attribuisce nuovi e più pregnanti poteri alla Securities and Exchange Commission (SEC) – varata negli Stati Uniti come reazione a numerose frodi contabili che avevano interessato importanti aziende quali Enron, Arthur Andersen, WorldCom e Tyco International.

mandato di sei anni rinnovabile una sola volta per il governatore e gli altri membri del Direttorio; *4)* la modifica della procedura di nomina del governatore per la quale il ruolo del Consiglio superiore della Banca è ridotto a quello di un semplice parere[441]; *5)* la modifica della struttura proprietaria, con il trasferimento delle quote di partecipazione allo Stato o ad altri enti pubblici tramite un Regolamento governativo da emanarsi entro tre anni dall'entrata in vigore della legge (art. 19, comma 10), previsione questa rimasta inattuata[442]; *6)* l'attribuzione delle competenze *antitrust* in materia bancaria all'Autorità garante della concorrenza e del mercato; la previsione di due distinti provvedimenti autorizzatori in materia di concentrazioni, uno per i profili concorrenziali (dell'Autorità garante), l'altro della Banca d'Italia per le valutazioni di sana e prudente gestione; la possibilità per l'Autorità garante, su richiesta della Banca d'Italia, di autorizzare intese e concentrazioni in deroga, rispettivamente, per esigenze di funzionalità del sistema dei pagamenti (per un tempo limitato) e per esigenze di stabilità di uno dei soggetti coinvolti nella concentrazione (nuovo testo dell'art. 20 della l. n. 287/1990)[443]; *n)* la rinnovata previsione di obblighi di coordinamento e collaborazione fra le autorità di controllo (Banca d'Italia, CONSOB, ISVAP e COVIP) con la conseguente impossibilità di opporsi reciprocamente il segreto d'ufficio (artt. 20 e 21); *o)* l'introduzione di principi di trasparenza e consultazione degli organismi rappresentativi degli interessi per l'adozione degli atti di tipo normativo delle autorità di controllo (art. 23); *p)* la previsione di una competenza

[441] L'adeguamento dello statuto della Banca d'Italia alle norme della riforma è avvenuto con d.p.r. 12 dicembre 2006 pubblicato in G.U., 15 dicembre 2006, n. 291. Sul nuovo statuto, cfr. M.O. Perassi, *Banca d'Italia e contesto internazionale. Prime riflessioni sul nuovo statuto*, in «Banca impr. soc.», 2007, p. 11, nonché O. Capolino, *Le autorità*, in Galanti, *Diritto delle banche* cit., pp. 205 ss.

[442] Sul tema della partecipazione al capitale della Banca d'Italia e sulla norma di riforma – sulla cui mancata attuazione hanno probabilmente inciso sia la difficoltà di valutare esattamente il valore delle quote che timori relativi a una diminuzione delle guarentigie di indipendenza – cfr. Capolino, *Le autorità* cit., p. 201.

[443] Su tali aspetti, cfr. Mezzacapo, *Promozione e tutela della concorrenza bancaria* cit., p. 48; A. Frisullo, *L'antitrust bancario*, in Galanti, *Diritto delle banche* cit., p. 534.

del TAR del Lazio per i ricorsi avverso i provvedimenti delle autorità stesse (art. 24.5)[444]; *q)* il trasferimento a quest'ultime della competenza ad adottare i provvedimenti sanzionatori (art. 26) e l'inasprimento dei limiti edittali delle sanzioni pecuniarie stesse; *r)* la riformulazione di alcune sanzioni penali con la previsione di alcune nuove fattispecie e un generale (seppur contenuto) aumento di alcune pene.

In questo periodo viene presentato anche un disegno di legge di riforma delle *authorities* che – nell'ambito di un più vasto intervento teso a estendere il sistema di regolamentazione basato su di esse ad alcuni servizi a rete che ne sono tuttora esclusi (trasporti, servizi idrici e postali) – prevede anche un riordino delle autorità del settore finanziario basato solo sulla Banca d'Italia, competente per la stabilità degli operatori, e sulla CONSOB, competente in materia di trasparenza e informazione al mercato, con la conseguente soppressione dell'ISVAP, della COVIP e dell'UIC[445]. Tale disegno non ha avuto poi seguito probabilmen-

[444] Sull'applicazione di questa disposizione si è pronunciato il Cons. St., sez. VI, 27 giugno 2007, n. 3712, in un caso di amministrazione straordinaria di una banca – per la quale, com'è noto, il provvedimento è di competenza del ministro dell'Economia, su proposta della Banca d'Italia che adotta anche i successivi atti di nomina degli organi della procedura –, ritenendo la competenza del TAR del Lazio. Secondo il supremo consesso di giustizia amministrativa «in presenza di un cumulo di domande (annullamento di un decreto ministeriale ed annullamento di un atto di una Autorità indipendente) [...] la norma speciale sulla competenza, prevista per l'impugnazione degli atti della Banca di Italia, prevale sulle regole ordinarie in caso di un ricorso con cui vengano contestualmente impugnati più atti, alcuni della Banca d'Italia e altri di altri organi». Va poi rammentato come l'art. 135, comma 2, lett. *c* del codice del processo amministrativo (c.p.a.), approvato con d.lgs. 2 luglio 2010, n. 104, abbia previsto la competenza funzionale inderogabile del TAR del Lazio, sede di Roma per le controversie aventi a oggetto tutti i provvedimenti delle autorità di controllo (fra le quali Banca d'Italia, CONSOB e ISVAP). Su tale disposizione si è pronunciato il Cons. St., VI, ord. 28 gennaio 2011, n. 658, che ha confermato la competenza del TAR del Lazio per un provvedimento di amministrazione straordinaria di una banca emanato con decreto del Ministero dell'economia, su proposta della Banca d'Italia.

[445] D.d.l. di iniziativa governativa n. S.1366 presentato al Senato il 5 marzo 2007 che prevede inoltre l'istituzione di una Commissione bicamerale per le politiche della concorrenza e i rapporti con le autorità di regolazione, vigilanza e garanzia dei mercati nonché la soppressione del CICR e la sua sostituzione con un Comitato per la stabilità finanziaria, «composto dal Ministro dell'economia

te anche perché, con il sopravvenire della crisi, l'attenzione si è spostata sui progetti di riforma a livello europeo i quali essendo basati, come si vedrà[446], su delle autorità settoriali hanno in un primo tempo disincentivato progetti nazionali basati sullo sfoltimento delle autorità di controllo.

Va comunque ricordato come Parlamento e governo non abbiano smesso di interessarsi alla composita ed eterogenea galassia delle *authorities*. Nel corso del 2010 è, ad es., proseguita presso la Commissione I della Camera dei deputati (Affari costituzionali, della presidenza del Consiglio e Interni) un'indagine conoscitiva sulle autorità amministrative indipendenti[447]. Successivamente il governo ha di nuovo messo in cantiere un progetto di semplificazione del panorama delle *authorities* basato sulla soppressione dell'ISVAP e della COVIP e sul trasferimento alla Banca d'Italia e alla CONSOB delle loro competenze in materia di stabilità da una parte e di trasparenza dall'altra[448].

Nell'ambito della sistemazione della materia dell'antiriciclaggio operata con il d.lgs. 21 novembre 2007, n. 231 (di attuazio-

e delle finanze, che lo presiede, dal Governatore della Banca d'Italia e dal Presidente della Consob. Il CSF promuove, attraverso la collaborazione e lo scambio di informazioni, la stabilità finanziaria e la soluzione delle crisi delle società e dei gruppi bancari e finanziari che possono influire sull'intero sistema finanziario, nonché la collaborazione tra le Autorità competenti e tra queste e le Autorità dei Paesi comunitari ed extracomunitari». È poi prevista la costituzione di un Comitato antiriciclaggio presso il Ministero dell'economia e di un Servizio di analisi finanziaria presso la Banca d'Italia, che costituisce l'Unità di informazione finanziaria per l'Italia svolgendo i compiti di prevenzione e contrasto al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo internazionale già affidati all'UIC. Su di esso e altri progetti di riforma elaborati in questo periodo cfr. Capolino, *Le autorità* cit., pp. 167 ss.

[446] Per cenni alla riforma europea delle autorità di controllo basata sul Rapporto de Larosière, cfr. *infra* Parte II, cap. VII, par. 8.

[447] Per quanto riguarda la Banca d'Italia, cfr. l'audizione del direttore generale F. Saccomanni, del 27 ottobre 2010, in http://www.bancaditalia.it/interventi/intaltri_mdir/Saccomanni_27_10_2010.pdf. Per il Documento conclusivo di tale indagine, cfr. http://www.camera.it/461?stenog=/_dati/leg16/lavori/stencomm/01/indag/indipendenti/2012/0216&pagina=s020.

[448] Su di esso, cfr. C. Dominelli, *Piano di riforma per Isvap e Covip* e R. Sabbatini, *I dubbi su una normativa varata in tempo di crisi*, in «Il Sole 24 Ore», 15 aprile 2012, p. 20, nonché il commento di L. Zingales, *Troppe authority non aprono il mercato*, in «Il Sole 24 Ore», 19 aprile 2012, p. 1.

ne della dir. 2005/60/CE) si è invece provveduto alla soppressione dell'UIC e al trasferimento delle sue attribuzioni e risorse alla Banca d'Italia (cfr. art. 62), con effetto dal 1° gennaio 2008. L'art. 6 di tale d.lgs. ha anche istituito l'Unità di informazione finanziaria per l'Italia (UIF) che opera presso la Banca d'Italia in piena autonomia e indipendenza esercitando funzioni di analisi ed elaborazione delle segnalazioni al fine di individuare e prevenire fenomeni di riciclaggio di denaro o di finanziamento del terrorismo[449], settore questo che ha conosciuto una notevole espansione e ha evidenziato un'accresciuta esigenza di cooperazione internazionale anche in seguito ai noti attentati dell'11 settembre 2001.

8. *La nuova disciplina antiriciclaggio (d.lgs. n. 231/2007). La dir. 2007/44/CE sulle partecipazioni rilevanti e il suo recepimento. L'Arbitro bancario finanziario (ABF). L'attuazione della direttiva sui sistemi di pagamento (PSD). Il d.lgs. n. 141/2010 e la riforma degli intermediari finanziari e del credito al consumo*

In questo paragrafo si dà sinteticamente conto dei più significativi sviluppi della recente ordinaria evoluzione normativa di settore. Della legislazione più direttamente legata alla c.d. crisi dei mutui *subprime* e dei suoi successivi sviluppi si darà conto nell'ultimo paragrafo di questa stessa parte.

Con il menzionato d.lgs. 21 novembre 2007, n. 231, è stata data attuazione alla dir. 2005/60/CE concernente la prevenzione dell'utilizzo del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi delle attività criminose e di finanziamento del terrorismo, riscrivendo completamente la legislazione in materia, prima contenuta nel d.l. 3 maggio 1991, n. 143, conv. in l. 5 luglio 1991, n. 197. Senza poter entrare in questa sede nella descrizione dettagliata di un testo normativo abbastanza complesso[450], si può ri-

[449] Su di essa, cfr. G. Castaldi, *L'Unità di Informazione Finanziaria (UIF) nel "sistema" italiano antiriciclaggio: l'attività svolta; i problemi aperti*, intervento al Seminario *Normativa antiriciclaggio a tutela del mercato*, Napoli 2 luglio 2009, in http://bancaditalia.it/UIF/INTERVENTI.

[450] Per un approfondito esame della nuova normativa alla luce delle dispo-

cordare come esso si basi sui seguenti principi generali (sanciti dall'art. 3): *a)* collaborazione attiva da parte dei destinatari delle disposizioni il che comporta il loro obbligo di adottare «idonei e appropriati sistemi e procedure in materia di obblighi di adeguata verifica della clientela, di segnalazione delle operazioni sospette, di conservazione dei documenti, di controllo interno, di valutazione e gestione del rischio»; *b)* il principio di proporzionalità, inteso come adattamento sia degli obblighi imposti al livello di rischio associato al cliente, al rapporto d'affari o all'operazione posta in essere (art. 3, comma 3), sia della disciplina alle peculiarità delle varie professioni e alla dimensione dei soggetti che ne sono destinatari (art. 3, comma 4).

Il nuovo sistema è basato su di un reticolo abbastanza complesso di autorità (delle quali non è sempre facile discernere ruoli e competenze) basato su: il Ministero dell'economia che è «responsabile delle politiche di prevenzione»; l'Unità di informazione finanziaria (UIF), struttura istituita presso la Banca d'Italia ove opera «in piena autonomia e indipendenza» (art. 6) alla quale spettano essenzialmente compiti di analisi dei flussi finanziari a fini di prevenzione, ricezione e analisi delle segnalazioni sospette (per la cui segnalazione emana anche le relative *Istruzioni*), analisi e studi su singole anomalie, elaborazione e diffusione di modelli e schemi rappresentativi di comportamenti anomali; essa ha inoltre il potere di sospendere, per un massimo di cinque giorni lavorativi, operazioni sospette[451]; le autorità di vigilanza di settore che sovrintendono al rispetto della normativa antiriciclaggio da parte dei soggetti vigilati.

sizioni della direttiva comunitaria che essa recepisce, sia consentito il rinvio a A.M.A. Carriero, *La prevenzione e il contrasto del riciclaggio*, in Galanti, *Diritto delle banche* cit., pp. 1288 ss. Sul d.lgs. n. 231/2007, cfr.: R. Razzante, *Commentario alle nuove norme contro il riciclaggio. D.leg. 21 novembre 2007*, Padova 2008; L. Pistorelli, *La normativa antiriciclaggio introdotta dal d.leg. 21 novembre 2007 n. 231*, in «Giur. merito», 2008, p. 2468; G. Stumpo, *Tutte le regole sugli adempimenti antiriciclaggio e di lotta al finanziamento al terrorismo: analisi e commento del d.leg. n. 231 del 2007*, in «Riv. trim. appalti», 2008, p. 269.

[451] Sulla quale, cfr. G. Castaldi, *L'Unità di informazione finanziaria per l'Italia (UIF) a un anno dalla sua istituzione*, http://www.bancaditalia.it/UIF/interventi/InterventiUIF/2009-02-03.pdf; Id., *L'Unità di informazione finanziaria (UIF) funzioni e organizzazione*, http://www.bancaditalia.it/UIF/interventi/InterventiUIF/Castaldi_sassari_170409.pdf.

Oltre a ribadire e rafforzare le misure di limitazione dell'uso del contante e dei titoli al portatore (art. 49), il d.lgs. n. 231/2007 individua dettagliatamente i soggetti destinatari degli obblighi (artt. 10/14) che sono quelli di adeguata verifica della clientela (secondo un approccio basato sul rischio), registrazione (imperniati sull'istituzione e la corretta alimentazione dell'Archivio unico informatico - AUI) e segnalazione.

La normativa in commento prevede anche un sistema di vigilanza basato sugli organi di controllo interno e sull'organismo previsto dall'art. 6 del d.lgs. n. 231/2001 sulla responsabilità «amministrativa» delle imprese[452] nonché una serie di sanzioni sia penali che amministrative. In materia è anche importante ricordare che con delibera n. 616 del 24 agosto 2010 la Banca d'Italia ha adottato, su proposta dell'UIF e sentito il Comitato di sicurezza finanziaria[453], il nuovo *Provvedimento recante gli indi-*

[452] Sulla problematica dell'interazione fra questi due sistemi, cfr. G. Castaldi, *Le due 231: la responsabilità amministrativa degli enti e la disciplina antiriciclaggio. Il ruolo dell'Unità di informazione finanziaria*, 22 giugno 2010, http://www.bancaditalia.it/UIF/interventi/InterventiUIF/Audizione-Castaldi-220610.pdf; E. Galanti, *Riciclaggio e responsabilità amministrativa delle persone giuridiche*, in «Società», n. 11, 2008, p. 1340; M. Pizzardi, *Decreti 231/2007 e 231/2001: coincidenza o comunità d'intenti?*, in «Dir. e prat. soc.», 2009, p. 59.

[453] Questo organismo è stato istituito dal d.lgs. 22 giugno 2007, n. 109 (cfr. in particolare l'art. 3), *Misure per prevenire, contrastare e reprimere il finanziamento del terrorismo e l'attività dei Paesi che minacciano la pace e la sicurezza internazionale, in attuazione della Direttiva 2005/60/CE*, con il quale il nostro ordinamento si è dotato di un quadro normativo idoneo a «prevenire l'uso del sistema finanziario a scopo di finanziamento del terrorismo» ad «attuare il congelamento dei fondi e delle risorse economiche per il contrasto del finanziamento del terrorismo e dell'attività di Paesi che minacciano la pace e la sicurezza internazionale in base alle risoluzioni delle Nazioni unite o alle deliberazioni dell'Unione Europea» (art. 2), conseguenti al noto attacco dell'11 settembre 2001. Il Comitato è composto dal direttore generale del Tesoro (o da un suo delegato), che lo presiede e dai rappresentanti di: ministro dell'Interno, ministro della Giustizia, ministro degli Affari esteri, Banca d'Italia, CONSOB, ISVAP, Ministero dell'economia e delle finanze, Guardia di finanza, Direzione investigativa antimafia, Arma dei carabinieri, Direzione nazionale antimafia. «Il presidente del Comitato può invitare a partecipare alle riunioni del Comitato rappresentanti di altri enti o istituzioni, inclusi rappresentanti dei servizi per la informazione e la sicurezza, secondo le materie all'ordine del giorno. Ai fini dello svolgimento dei compiti riguardanti il congelamento delle risorse economiche, il Comitato è integrato da un rappresentante dell'Agenzia del demanio».

catori di anomalia per gli intermediari (c.d.), che sostituisce il precedente «Decalogo» del 12 gennaio 2001[454].

Importanti cambiamenti nel nostro ordinamento sono stati introdotti dalla dir. 2007/44/CE che modifica le regole procedurali e i criteri per la valutazione prudenziale di acquisizioni e incrementi di partecipazioni nel settore finanziario. La direttiva è redatta con il criterio dell'armonizzazione massima e modifica – in modo pressoché uniforme e con norme dettagliate che incidono anche sulle procedure e lasciano un ridotto margine di discrezionalità ai legislatori nazionali in sede di recepimento – le direttive settoriali (in materia bancaria, finanziaria in senso stretto e assicurativa). Essa costituisce quindi un importante esempio dell'applicazione del c.d. metodo Lamfalussy di produzione della normativa europea in campo finanziario[455].

In estrema sintesi la direttiva prevede: *a)* che la sana e prudente gestione possa essere valutata esclusivamente in base ai

Il d.lgs. n. 109/2007 disegna procedure e organismi finalizzati alla gestione dei beni congelati a fini di prevenzione e repressione del terrorismo riservando un ruolo preponderante all'Agenzia del demanio e al Comitato di sicurezza finanziaria. In quest'ambito è da segnalare il comma 18-*bis* dell'art. 12 (introdotto dal d.l. 29 novembre 2008, n. 185) che per le banche (e le altre imprese soggette a vigilanza prudenziale) stabilisce che il congelamento stesso sia attuato tramite le procedure di crisi settoriale (e in particolare con il ricorso all'amministrazione straordinaria, la quale vede quindi aggiungersi un presupposto specifico rispetto a quelli previsti dall'art. 70, t.u.b.) con esclusione di ogni competenza dell'Agenzia del demanio.

[454] Vedilo in http://www.bancaditalia.it/vigilanza/anti/antiriciclaggio/normativa/nazionale/provv_ind_anom.pdf. Su di esso, cfr. R. Razzante, *Antiriciclaggio con nuovi indici-spia*, in «Il Sole 24 Ore», 28 agosto 2010.

[455] Sulla dir. 2007/44/CE, cfr. D. Capone, *Gli assetti proprietari delle banche e la separatezza banca industria*, in Galanti, *Diritto delle banche* cit., pp. 483 ss.; G. Boccuzzi, *Gli assetti proprietari delle banche*, Torino 2010, pp. 124 ss. A tali autori si rinvia anche per l'illustrazione dei *Core principles* del Comitato di Basilea regolanti la materia (rispettivamente, Capone, pp. 469 ss. e Boccuzzi, p. 123), che testimoniano dell'universalità e della rilevanza della problematica degli assetti azionari degli intermediari finanziari. Importanti sono, sul punto, anche le *Linee guida* elaborate dai Comitati europei di terzo livello: CESR, CEBS, CEIOPS, *Guidelines for the Prudential assessment of acquisitions and increase of holdings in the financial sector required by Directive 2007/44/EC*, 2008, nel sito www.cebs.org., sulle quali si avrà modo di tornare in seguito (per una sintesi in italiano dei punti salienti cfr., ancora una volta, Boccuzzi, *Gli assetti proprietari* cit., pp. 129 s.).

seguenti criteri: *1)* reputazione dell'acquirente; *2)* reputazione ed esperienza degli esponenti aziendali; *3)* solidità finanziaria dell'acquirente; *4)* capacità della banca di continuare a rispettare, in seguito all'acquisizione, tutti i requisiti prudenziali con particolare riferimento all'idoneità della struttura di gruppo a consentire una vigilanza efficace anche attraverso lo scambio di informazioni e la ripartizione di responsabilità fra le autorità competenti dei vari paesi; *5)* l'esistenza di ragionevoli motivi di sospetto di connessione dell'acquisizione con operazioni di riciclaggio o di finanziamento del terrorismo; *b)* la precisazione del concetto di partecipazione qualificata basata sul controllo o comunque l'acquisizione e il raggiungimento di determinate quote (20%, 30%, 50%); *c)* un margine di discrezionalità applicativa nella nozione di influenza notevole (da valutarsi caso per caso in relazione, ad es., all'assetto proprietario della banca oggetto dell'acquisizione); *d)* l'obbligo di richiedere l'autorizzazione anche per le partecipazioni acquisite da più soggetti che agiscono di concerto (tale nozione non è però definita dalla direttiva); *e)* l'applicazione del criterio di proporzionalità alle informazioni da produrre in sede di richiesta di autorizzazione e alle valutazioni delle autorità di controllo[456]; *f)* la cooperazione tra autorità in caso di acquisizioni transfrontaliere.

L'impatto più rilevante della direttiva sull'ordinamento nazionale è stato quello di far venir meno le regole di separatezza banca-industria che non consentivano ai soggetti che svolgevano «in misura rilevante attività di impresa in settori non bancari né finanziari» di acquisire una quota partecipativa superiore al 15% del capitale (avente diritto di voto) di una banca o

[456] L'importanza di tale principio è sottolineata dalle *Guidelines* (cfr. par. 8, punto 18) secondo le quali: «La Direttiva applica il principio di proporzionalità alle valutazioni. Questo principio, che è menzionato nei considerando 5, 8 e 9, si applica sia alle informazioni richieste che alle procedure di valutazione. Il tipo di informazioni richieste all'acquirente può essere influenzato dalle sue particolarità (persona fisica o giuridica, soggetto sottoposto o meno a vigilanza, se l'intermediario finanziario è sottoposto a vigilanza nello SEE o in un equivalente paese terzo ecc.), il tipo di transazione proposta (infragruppo oppure "esterna"), il grado di coinvolgimento dell'acquirente nella direzione dell'intermediario interessato dall'operazione, o il livello della holding da acquistare».

dalla quale comunque conseguisse il controllo[457]. Tale divieto, in quanto collegato con una «qualità» soggettiva dell'aspirante azionista, non risulta più compatibile con il nuovo quadro comunitario che ha previsto che le autorità nazionali effettuino la valutazione del soggetto acquirente (sia per le operazioni nazionali che per quelle transfrontaliere) «nel contesto di una procedura chiara e trasparente e sulla base di un numero limitato di criteri di valutazione chiaramente definiti di natura rigorosamente prudenziale» (cfr. dir. 2007/44/CE, 3° considerando)[458]. La prevenzione dei potenziali conflitti di interesse fra banca e industria resta ora affidata esclusivamente al controllo delle condizioni atte a garantire la sana e prudente gestione e, in particolare, alla qualità dell'acquirente e alla «capacità della banca di rispettare a seguito dell'acquisizione le disposizioni che ne regolano l'attività» (cfr. art. 19, comma 5, nuovo testo, t.u.b.).

Tenuto conto della natura prevalentemente dettagliata e *self-executing* della normativa comunitaria di che trattasi nonché del quadro giurisprudenziale consolidato in materia di efficacia diretta delle direttive non attuate e delle responsabilità che possono gravare sugli Stati membri per l'adempimento dell'obbligo di recepimento, le autorità di controllo, nelle more dell'approvazione del decreto legislativo di recepimento della dir. 2007/44/CE, hanno iniziato comunque a darne diretta applicazione sulla base di comunicazioni al mercato[459].

[457] I commi 5 e 6 dell'art. 19 del t.u.b. sono stati infatti abrogati già dall'art. 14, comma 1, del d.l. 29 novembre 2008, n. 185 (conv. in legge dall'art. 1 della l. n. 2/2009), del quale si riparlerà nel paragrafo dedicato alle misure nazionali di contrasto alla crisi.

[458] Per considerazioni più approfondite sull'abbandono di tale regola storicamente importante per il nostro sistema, cfr. Boccuzzi, *Gli assetti proprietari* cit., pp. 144 ss.; F. Vella, *Partecipazioni bancarie, un segnale per il mercato*, in www.lavoce.info, 2 aprile 2007; C. Brescia Morra, *Banca e industria, fine di una separazione*, in www.lavoce.info, 17 luglio 2007; A. Benocci, *La separatezza banca industria: superamento e rilievi critici*, in A. Benocci, F. Mazzini (a cura di), *Corso di legislazione bancaria*, II, *Approfondimenti sulla legislazione vigente*, Pisa 2010, pp. 22 s.

[459] Cfr. Provvedimento Banca d'Italia del 12 maggio 2009 (pubblicato in G.U., 26 maggio 2009, n. 120) nel quale si fa presente che: «Considerato che è scaduto il termine per il recepimento e che la direttiva reca disposizioni di dettaglio, chiare e precise, nella determinazione dei diritti e degli obblighi in

Il definitivo recepimento della dir. 2007/44/CE è avvenuto, a livello di normativa primaria, con il d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 21, che ha modificato, allineandole alla direttiva, le disposizioni in materia di acquisito di partecipazioni rilevanti del t.u.b. (nel quale l'art. 19 è stato completamente riscritto), del t.u.f. e del codice delle assicurazioni private (d.lgs. n. 209/205).

Un segno della crescente integrazione dei mercati bancario, finanziario e assicurativo, è la nascita, nel maggio 2008, su impulso dell'ABI e dell'ANIA, della Federazione delle banche, delle assicurazioni e della finanza (FEBAF) la quale, con una modifica statutaria del novembre 2010, si apre all'adesione di altre associazioni: l'Assogestioni entra nel maggio 2011. La Federazione mira a promuove in modo unitario il ruolo dell'industria bancaria, assicurativa e finanziaria «nella consapevolezza che un sistema finanziario moderno ed integrato è condizione indispensabile per lo sviluppo sostenibile dell'economia e della società italiana» (così il suo statuto).

Va in questa sede ricordato come dagli inizi del 2010 abbia iniziato effettivamente a operare in Italia l'Arbitro bancario finanziario (ABF), sistema alternativo di risoluzione delle controversie istituito in applicazione dell'art. 128-*bis*, t.u.b, norma inserita nel nostro ordinamento dall'art. 29 della l. n. 262/2005 (c.d. «legge sul risparmio»)[460] e successivamente sostituita dall'art. 4,

capo ai soggetti che ne sono destinatari, si ritiene che tali disposizioni abbiano diretta efficacia nell'ordinamento italiano, esse, pertanto, devono essere applicate anche se in contrasto o non previste dal quadro normativo nazionale allo stato vigente». Analogo provvedimento viene emanato per le assicurazioni dall'ISVAP con comunicazione del 2 luglio 2009. Per un interessante caso giurisprudenziale scaturito da un provvedimento assunto dando applicazione diretta della normativa comunitaria, cfr. TAR del Lazio, 23 febbraio 2010, nn. 2826 e 2827, in «Banca borsa», II, 2012, p. 172, con nota di E. Galanti, *L'acquisizione di partecipazioni in intermediari finanziari fra regole comunitarie uniformi e discrezionalità delle autorità di controllo* (p. 194).

[460] L'art. 28 della medesima l. n. 262/2005 ha inoltre delegato il governo ad adottare un decreto legislativo per l'istituzione, presso la CONSOB, di una Camera di conciliazione e di arbitrato per la risoluzione in via alternativa delle controversie nel campo dei servizi e delle attività di investimento. La delega è stata esercitata con il d.lgs. 8 ottobre 2007, n. 179, e la CONSOB, con delibera n. 16763 del 29 dicembre 2008, ha adottato il Regolamento di attuazione. In merito allo specifico strumento di risoluzione stragiudiziale delle controversie

comma 3, del d.lgs. 13 agosto 2010, n. 141, sul quale ci si soffermerà fra breve[461]. Tale disposizione ha stabilito l'obbligo, per le banche e gli intermediari finanziari, di adesione a sistemi stragiudiziali di risoluzione delle controversie imperniati su di un organismo del quale deve essere assicurata l'imparzialità e la rappresentatività dei soggetti interessati, garantendo nel contempo procedure in grado di assicurare la rapidità, l'economicità e l'effettività della tutela. La disciplina di attuazione è contenuta nella deliberazione del CICR del 29 luglio 2008, n. 275, e nelle disposizioni emanate dalla Banca d'Italia il 18 giugno 2009[462] a cui si affianca la normativa in tema di trasparenza e correttezza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari contenuta nel provvedimento della Banca d'Italia del 29 luglio 2009[463].

gestito dalla CONSOB, si richiama M. Ventoruzzo (a cura di), *Controversie in materia di intermediazione finanziaria a tutela dell'investitore. La nuova disciplina dell'arbitrato e della conciliazione*, Paolo Baffi Centre on Central Banking and Financial Regulation, consultabile sul sito http://portale.unibocconi.it/wps/wcm/connect/Centro_BAFFIen/Home/.

[461] Sull'ABF, cfr. M.R. La Torre, *Intermediari finanziari e soggetti operanti nel settore finanziario*, Padova 2010, pp. 254 ss.; M. De Poli, *Art. 128-bis. Risoluzione delle controversie*, in A. Zaccaria, G. De Cristofaro (a cura di), *Commentario breve al diritto dei consumatori. Codice del consumo e legislazione complementare*, Padova 2010; N. Soldati, *La risoluzione stragiudiziale delle controversie in materia di operazioni e servizi bancari e finanziari (ABF)*, in http://www.unaltromodo.it/. Per un interessante sguardo alle esperienze di altri ordinamenti, cfr. G. Boccuzzi, *I sistemi alternativi di risoluzione delle controversie nel settore bancario e finanziario: un'analisi comparata*, in Banca d'Italia, «Quad. ric. giur», n. 68, Roma 2010, ove viene esaminata l'evoluzione del diritto dell'Unione Europea in materia di tutela del consumatore e viene delineato un quadro sintetico degli obiettivi e degli strumenti contemplati nei principali paesi europei: Francia, Germania, Regno Unito e Spagna. Vengono altresì sinteticamente analizzate le esperienze di tutela del consumatore e di sistemi di ADR in Francia, Germania, Regno Unito, Spagna e Stati Uniti.

[462] Banca d'Italia, *Disposizioni sui sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie in materia di operazioni e servizi bancari e finanziari*, 18 giugno 2009. Tali disposizioni sono state aggiornate (e riscritte) con Provvedimento del 12 dicembre 2011 al fine di tener conto dell'entrata in vigore del d.lgs. n. 28/2010 sulla mediazione in materia civile e commerciale (al quale si accennerà fra breve) e di recepire alcune indicazioni emerse dalla prima fase applicativa dell'ABF. Le nuove disposizioni sono entrate in vigore dal 1° gennaio 2012.

[463] Banca d'Italia, *Disposizioni in materia di trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari. Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti*, 29 luglio 2009. Tale normativa secondaria ha introdotto l'obbligo per gli

Va altresì rammentato come gli strumenti alternativi di risoluzione delle controversie abbiano formato oggetto di un generale intervento da parte del legislatore con il d.lgs. 4 marzo 2010, n. 28 che, emanato in attuazione della normativa comunitaria che disciplina l'istituto della mediazione per la conciliazione delle controversie in materia civile e commerciale vertenti su diritti disponibili[464], ha introdotto l'obbligo – per chi intende agire in giudizio relativamente a controversie concernenti, tra l'altro, i contratti bancari, finanziari e assicurativi – di esperire un tentativo di conciliazione quale condizione di procedibilità della domanda giudiziale, ovvero, con specifico riferimento ai contratti bancari e finanziari, di avvalersi previamente del procedimento istituito in attuazione dell'art. 128-*bis* del t.u.b.

L'ABF opera tramite tre Collegi, a Milano, Roma e Napoli, le cui riunioni si svolgono nelle sedi della Banca d'Italia la quale fornisce anche la segreteria tecnica[465].

Uno dei più rilevanti interventi normativi degli ultimi anni, del quale dare sinteticamente conto in questa sede, è il d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 11 (emanato in base alla delega contenuta nell'art. 32 della l. 7 luglio 2009, n. 88, c.d. «legge comunita-

intermediari di stampare e mettere a disposizione della clientela un'apposita Guida concernente l'accesso all'ABF, nonché di darne notizia nei principali strumenti di pubblicità (documento contenente i principali diritti del cliente e fogli informativi). Essa prevede inoltre l'obbligo per gli intermediari di dotarsi di presidi organizzativi, tra cui l'istituzione di un ufficio reclami che garantisca i tempi massimi di risposta (comunque non superiori a trenta giorni dalla ricezione del reclamo del cliente) e, nel caso il reclamo sia ritenuto infondato, offra un'illustrazione chiara ed esauriente delle motivazioni del rigetto, nonché le necessarie indicazioni circa la possibilità per il cliente di adire l'ABF.

[464] Cfr., in particolare, la dir. 2008/52/CE del 21 maggio 2008 relativa a determinati aspetti della mediazione in materia civile e commerciale.

[465] Sul funzionamento dell'ABF e sui suoi primi orientamenti giurisprudenziali, cfr. B. De Carolis, *L'arbitro bancario e finanziario come strumento di tutela della trasparenza*, Banca d'Italia, «Quad. ric. giur.», n. 70, Roma 2011. Sul sito dell'ABF (http://www.arbitrobancariofinanziario.it/) sono pubblicate anche le sue decisioni. Secondo dati di fine marzo 2011 sui primi mesi di attività dell'ABF, al 30 novembre 2010 risultavano presentati circa 3.100 ricorsi, a fronte dei quali sono state adottate oltre 1.500 decisioni che nel 60% dei casi hanno comportato un esito favorevole per il cliente. Per dati e statistiche sul funzionamento dell'ABF, cfr. anche R. Reggio, *Crescono i ricorsi all'arbitro bancario*, in «Il Sole 24 Ore», 28 maggio 2012.

ria 2008») con il quale è stata recepita la dir. 2007/64/CE del 13 novembre 2007 (*Payments Services Directive*, PSD)[466]. Quest'ultima rappresenta il completamento del processo di unificazione monetaria europea e può essere quindi considerata parte del più ampio disegno volto alla realizzazione del progetto della Single Euro Payments Area (SEPA). Scopo della direttiva è la piena integrazione del mercato europeo dei servizi di pagamento e l'estensione dei benefici della moneta unica anche alla moneta scritturale, la riduzione dei costi e l'innalzamento del livello qualitativo di detti servizi. Essa è stata redatta seguendo la tecnica dell'armonizzazione massima e contiene quindi norme che hanno lasciato pochi margini di discrezionalità agli Stati membri in sede di recepimento.

Il legislatore italiano, discostandosi dalle indicazioni rivenienti da gran parte della dottrina – che auspicava la confluenza di tutte le norme di recepimento nel t.u.b. o la predisposizione di uno specifico *corpus* normativo dedicato ai servizi di pagamento –, ha diviso in due parti le disposizioni attuative. Le disposizioni di recepimento delle norme comunitarie di stampo prevalentemente civilistico, contenute nel Tit. IV della PSD (*Diritti e obblighi in relazione alla prestazione e all'uso di servizi di pagamento*), sono state collocate nel Tit. II del d.lgs. n. 11/2010, destinato a costituire, insieme ai Tit. I, VI e VII e agli artt. 37 e 38 del Tit. V del d.lgs. stesso, un testo normativo a sé stante appositamente dedicato al contratto di servizi di pagamento e ai diritti e obblighi derivanti dallo stesso. Il recepimento delle norme contenute nei Tit. II (*Prestatori di servizi di pagamento*) e III (*Trasparenza delle condizioni e requisiti informativi per i servizi di pagamento*) della direttiva è stato invece effettuato integrando il t.u.b. Gli artt. 33 e 34 del d.lgs. di recepimento hanno inserito il Tit. V-*ter*, dedicato agli *Istituti di pagamento* (composto da ben 11 articoli, da

[466] Sulla PSD e il suo recepimento in Italia, cfr. M. Mancini, *Il sistema dei pagamenti e la banca centrale*, in Galanti, *Diritto delle banche* cit., pp. 1105 ss.; M. Rispoli Farina, V. Santoro, A. Sciarrone Alibrandi, O. Troiano (a cura di), *Armonizzazione europea dei servizi di pagamento e attuazione della Direttiva 2007/64/CE*, Milano 2009; M. Mancini, M. Rispoli Farina, V. Santoro, A. Sciarrone Alibrandi, O. Troiano (a cura di), *La Nuova disciplina dei servizi di pagamento. Commentario al d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 11*, Torino 2011.

114-*sexies* a 114-*sexiesdecies*, alcuni dei quali a loro volta suddivisi in un rilevante numero di commi) e, all'interno del Tit. VI (dedicato alla «Trasparenza»), un nuovo capo II-*bis*, concernente i servizi di pagamento (nel quale trovano posto sette articoli, dal 126-*bis* al 126-*octies*). Un'ulteriore novella, contenuta nell'art. 35 del d.lgs. n. 11/2010, ha poi introdotto, in numerosi articoli del t.u.b., altre modifiche. Le più significative riguardano l'art. 146. Quest'ultimo, che si limitava ad attribuire alla Banca d'Italia il compito di «promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento» e un potere normativo vincolato al fine «di assicurare sistemi di compensazione e di pagamento efficienti e affidabili», accoglie ora numerose disposizioni che introducono una vigilanza informativa «regolamentare» e ispettiva modellata sulla falsariga di quella bancaria. La complessa impalcatura – importante per il suo ruolo di integrazione del nostro paese nell'area dell'euro ma per il momento destinata ad avere un'applicazione a un numero ridotto di soggetti diversi dalle banche essendo il nostro mercato ben presidiato da quest'ultime – è poi completata da una normativa secondaria affidata prevalentemente alla Banca d'Italia[467].

Un altro importante intervento normativo degli ultimi anni è il d.lgs. 13 agosto 2010, n. 141, che recepisce nel nostro ordinamento la dir. 2008/48/CE del 23 aprile 2008, relativa ai contratti di credito ai consumatori. La nuova normativa incide profondamente sul t.u.b. riscrivendo sia il Tit. V, relativo agli intermediari finanziari non bancari, che il Tit. VI, dedicato alla disciplina della trasparenza (in questo secondo caso viene data, appunto, attuazione alla predetta direttiva sui contratti di credito ai consumatori).

L'attuazione della direttiva CE sui contratti di credito ha costituito quindi l'occasione per varare una riforma tutta nazionale come quella del Tit. V del t.u.b., ora ridenominato *Soggetti operanti nel settore finanziario*. Qui cade la tradizionale distinzione fra gli intermediari iscritti all'elenco generale (art. 106, vecchio

[467] Cfr., in particolare, i due Provvedimenti del 15 febbraio 2010, aventi rispettivamente a oggetto la trasparenza dei servizi e delle operazioni di pagamento e le disposizioni di vigilanza per gli istituti di pagamento (pubblicati in G.U. Suppl. ord. n. 49, 1° marzo 2010).

testo t.u.b.) e quelli iscritti all'elenco speciale (art. 107, vecchio testo t.u.b.) e viene introdotta la nuova figura di intermediari finanziari (ora regolata dal nuovo art. 106, t.u.b.), ai quali è riservato «l'esercizio nei confronti del pubblico dell'attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma». Essi devono essere autorizzati dalla Banca d'Italia e iscritti in un apposito albo da essa tenuto. Si tratta di intermediari in qualche misura polifunzionali perché, accanto a questa riserva di attività nella concessione di finanziamenti (peraltro condivisa con le banche), essi possono svolgere, previe ulteriori apposite autorizzazioni, l'attività di servizi di pagamento – condividendo la relativa riserva di attività con le banche e gli istituti di pagamento (cfr. artt. 106, comma 2, e 114-*novies*, t.u.b.) –, nonché prestare i principali servizi di investimento (negoziazione per conto proprio ed esecuzione ordini per conto terzi), questa volta in concorrenza con banche e imprese di investimento (cfr. artt. 106, comma 2, t.u.b., e 18, comma 3, t.u.f.)[468]. Nei confronti di questi soggetti sono previsti poteri di vigilanza (su base individuale e consolidata) della Banca d'Italia simili a quelli già esistenti per gli ex intermediari di cui al vecchio art. 107 del t.u.b. e per le banche. Nell'esercizio dei relativi poteri l'organo di vigilanza deve tuttavia osservare (ed è questa una novità significativa) «criteri di proporzionalità, avuto riguardo alla complessità operativa, dimensionale e organizzativa degli intermediari, nonché alla natura specifica dell'attività svolta» (art. 108, comma 6, t.u.b.).

Accanto a tali soggetti sono ora previsti, sempre nel Tit. V, gli operatori di microcredito (cfr. art. 111, t.u.b.), intendendosi per tale l'erogazione di finanziamenti: *a)* non superiori a 25.000,00 euro (o 10.000 euro se effettuati per favorire l'inclusione sociale di soggetti svantaggiati) e non assistiti da garanzie reali; *b)* finalizzati all'avvio o allo sviluppo di iniziative imprenditoriali o all'inserimento nel mercato del lavoro; *c)* accompagnati dalla prestazione di servizi ausiliari di assistenza e monitoraggio dei soggetti

[468] La vocazione generalista dell'albo di cui all'art. 106 del t.u.b. è confermata dal fatto che in esso debbano iscriversi anche le agenzie di prestito su pegno (cfr. art. 112, comma 8, t.u.b.) nonché (come si vedrà fra breve) i Confidi di maggiori dimensioni (per i quali è prevista un'apposita sezione).

finanziati. Tale attività può essere svolta sia a fini di lucro che senza fini di lucro a condizioni più favorevoli di quelle di mercato. In tal caso i soggetti dovranno iscriversi in una sezione separata del relativo elenco (cfr. art. 111, comma 4, t.u.b.)[469]. La novità interessante dal punto di vista sistematico è che la vigilanza su questi soggetti viene in qualche modo «privatizzata» e, sulla falsariga di quanto già previsto per i promotori finanziari (cfr. art. 31, comma 4, t.u.f.), conferita a un «Organismo, avente personalità giuridica di diritto privato ed ordinato in forma di associazione, con autonomia organizzativa statutaria e finanziaria» (art. 113, comma 1, t.u.b.) al quale spetta la tenuta dell'elenco, la determinazione dei contributi a carico degli iscritti entro un tetto fissato dalla legge e la vigilanza sul rispetto da parte degli iscritti stessi della disciplina loro applicabile. L'organismo è dotato di poteri di vigilanza informativa e ispettiva nei confronti degli iscritti (art. 113, comma 3, t.u.b.), può disporre la loro cancellazione dall'elenco al ricorrere di determinati presupposti (art. 113, comma 4, t.u.b.) oppure proporre alla Banca d'Italia l'imposizione agli iscritti stessi del «divieto di intraprendere nuove operazioni o disporre la riduzione delle attività per violazione di disposizioni legislative o amministrative che ne regolano l'attività» (art. 113, comma 5, t.u.b.). L'organismo è a sua volta soggetto alla vigilanza della Banca d'Italia la quale la esercita «secondo modalità, dalla stessa stabilite, improntate a criteri di proporzionalità ed economicità dell'azione di controllo e fondate su controlli sulle procedure interne adottate dall'Organismo per lo svolgimento dei compiti a questo affidati» (art. 113, comma 6, t.u.b.). Sono previsti poteri di normativa secondaria del ministro dell'Economia (da esercitarsi sentita la Banca d'Italia) per quanto riguarda: «a) la struttura, i poteri e le modalità di funzionamento dell'Organismo necessari a garantirne funzionalità ed efficienza; b) i requi-

[469] In una distinta sezione separata di tale elenco sono tenuti altresì a iscriversi i soggetti, già operanti alla data di entrata in vigore della riforma, «i quali, senza fine di lucro, raccolgono tradizionalmente in ambito locale somme di modesto ammontare ed erogano piccoli prestiti, i quali possono continuare a svolgere la propria attività, in considerazione del carattere marginale della stessa, nel rispetto delle modalità operative e dei limiti quantitativi determinati dal CICR» (art. 112, comma 7, t.u.b.: si tratta quindi di una categoria a esaurimento).

siti, ivi compresi quelli di professionalità e onorabilità dei componenti dell'Organismo, nonché i criteri e le modalità per la loro nomina e sostituzione» (art. 113, comma 8, t.u.b.).

Il medesimo schema basato su di una vigilanza articolata su due livelli (quella sugli operatori affidata a un organismo privato di tipo associativo, sottoposto a sua volta ai poteri delle autorità di controllo che mantengono anche la normazione secondaria) è previsto per i Confidi (cfr. artt. 112 e 112-*bis* t.u.b.). Questi ultimi sono tutti (anche quelli di secondo grado) tenuti a iscriversi in un apposito elenco tenuto appunto da tale organismo che esercita su di essi poteri simili a quelli già visti esaminando gli operatori del microcredito. Per quanto riguarda i Confidi, la riforma ripropone poi lo schema già vigente (e ora abolito) per gli intermediari finanziari in generale stabilendo, per alcuni di essi (da individuarsi in base a «criteri oggettivi riferibili al volume di attività finanziaria» stabiliti dal ministro dell'Economia sentita la Banca d'Italia), l'obbligo di iscriversi (anche) all'albo degli intermediari finanziari di cui all'art. 106, t.u.b. (cfr. art. 112, comma 3, t.u.b.). Gli appartenenti a tale categoria, oltre a svolgere in via prevalente l'attività di garanzia collettiva fidi, possono altresì: *a)* prestare, alle imprese consorziate o socie, garanzie a favore dell'amministrazione finanziaria al fine dell'esecuzione dei rimborsi di imposte; *b)* gestire fondi pubblici di agevolazione; *c)* stipulare contratti con le banche assegnatarie di fondi pubblici di garanzia per disciplinare i rapporti con le imprese consorziate o socie, al fine di facilitarne la fruizione; *d)* concedere, in via residuale, altre forme di finanziamento ai sensi dell'art. 106, comma 1, t.u.b., nei limiti massimi stabiliti dalla Banca d'Italia.

Analoga soluzione è stata poi adottata per la vigilanza sugli agenti in attività finanziaria e i mediatori creditizi, la cui disciplina è stata completamente ristrutturata dal d.lgs. n. 141/2010 che ha ricompattato nel t.u.b. la relativa regolamentazione di base (inserita nel nuovo Tit. VI-*bis*), mantenendo invece al proprio interno (con scelta discutibile dal punto di vista sistematico) le norme relative ai requisiti (di onorabilità, professionalità, patrimoniali e tecnico-informatici) e alle incompatibilità (artt. 12/18 del d.lgs. predetto) nonché alcune importanti disposizione sull'organismo di gestione degli elenchi, comprese quelle sugli obblighi di aggiornamento professionale e la relativa verifica (artt. 19/24).

La vera e propria attuazione della dir. 2008/48/CE, relativa ai contratti di credito dei consumatori, ha invece comportato una profonda modifica del Tit. VI del t.u.b. (ridenominato *Trasparenza delle condizioni contrattuali e dei rapporti con i clienti*) il quale, per effetto anche delle disposizioni introdotte dal d.lgs. n. 11/2010 di recepimento della PSD, risulta ora diviso in quattro capi. Senza poter entrare in questa sede nel dettaglio della riforma, se ne evidenziano i tratti salienti che, per quanto riguarda la disciplina del credito ai consumatori (capo II del Tit. VI), sono: *a)* l'introduzione di una serie di definizioni specifiche (art. 121 t.u.b.), coordinate e coerenti con il codice del consumo (d.lgs. n. 206/2005) del quale il capo II del Tit. VI del t.u.b. finisce pertanto per divenire, in buona sostanza, un'articolazione in campo finanziario (cfr. anche gli artt. 40/43 del codice del consumo e, in particolare, il rinvio al t.u.b. contenuto in quest'ultimo); *b)* alla più rigorosa definizione del campo di applicazione basata sull'individuazione da un lato di una soglia quantitativa (finanziamenti di importo compreso fra i 200 e i 75.000 euro) e, dall'altro, di una nutrita serie di esclusioni legate alle forme tecniche o alla finalità del credito, fra le quali spiccano il credito di mutui ipotecari di durata superiore ai cinque anni e tutti i prestiti garantiti da pegno mobiliare nei quali il consumatore non sia obbligato per un ammontare superiore al valore del bene dato in garanzia (art. 122 t.u.b.); *c)* l'espressa previsione che i venditori di beni e servizi possano «concludere contratti di credito nella sola forma della dilazione del prezzo con esclusione del pagamento degli interessi e di altri oneri» (art. 122, comma 5, t.u.b.); *d)* la previsione di obblighi precontrattuali in capo al finanziatore o all'intermediario basati essenzialmente sulla messa a disposizione del consumatore delle «informazioni necessarie per consentire il confronto delle diverse offerte di credito sul mercato, al fine di prendere una decisione informata e consapevole in merito alla conclusione di un contratto» e dei «chiarimenti adeguati, in modo che questi possa valutare se il contratto di credito proposto sia adatto alle sue esigenze e alla sua situazione finanziaria» (art. 124, t.u.b.); *e)* la formalizzazione dell'obbligo del finanziatore di procedere, prima della conclusione del contratto, a valutare «il merito creditizio del consumatore sulla base di informazioni adeguate, se del caso fornite dal consumatore stesso e, ove necessario, ottenu-

te consultando una banca dati pertinente» (art. 124-*bis*, t.u.b.); *f)* una regolamentazione delle banche dati private «contenenti informazioni nominative sul credito», integrativa di quella contenuta nel codice della *privacy* (d.lgs. n. 196/2003), basata sulla libertà di accesso degli operatori comunitari e sull'obbligo di assicurare la correttezza dei dati e di informare i consumatori del risultato della consultazione che abbia condotto a non accogliere una domanda di credito e, in generale, degli effetti che le informazioni negative possono avere sul merito di credito (art. 125, t.u.b.); *g)* una disciplina del diritto di recesso del consumatore disegnata sulla falsariga di quella prevista per il codice del consumo ma che prevede un termine più ampio (14 giorni anziché 10: art. 125-*ter*, t.u.b.); *h)* la disciplina degli effetti dell'inadempimento del fornitore sul contratto di credito (art. 125-*quinquies*, t.u.b.); *i)* la previsione della facoltà del consumatore di procedere «in ogni momento» al rimborso anticipato con diritto a ottenere «una riduzione del costo totale del credito, pari all'importo degli interessi e dei costi dovuti per la vita residua del contratto» e l'obbligo di corrispondere al finanziatore un «indennizzo equo ed oggettivamente giustificato per eventuali costi direttamente collegati al rimborso anticipato del credito», comunque non superiore a determinate soglie (art. 125-*sexies*, t.u.b.).

Per ciò che attiene invece alle disposizioni in materia di trasparenza riguardanti la generalità dei contratti bancari e le norme comuni e in materia di controlli (contenute rispettivamente nei capi I e III del Tit. VI del t.u.b.), a parte la sussunzione all'interno del t.u.b. di una serie di disposizioni di favore per il consumatore già introdotte da precedenti interventi normativi[470], la riforma attuata con il d.lgs. n. 141/2010 si segnala per la previsione di poteri di *enforcement* specifici in materia di trasparenza attribuiti all'organo di vigilanza (art. 128-*ter*, t.u.b.) che, in caso vengano riscontrate irregolarità – oltre a irrogare le tradizionali sanzioni amministrative pecuniarie[471] –, può ora: *a)* inibire la continuazio-

[470] In particolare in materia di recesso del cliente senza oneri aggiuntivi, estinzione anticipata di mutui immobiliari, surrogazione e portabilità dei contratti di finanziamento (artt. 120-*bis*/120-*quater*, t.u.b.).

[471] Che ora possono essere tuttavia applicate soltanto nel caso di «rilevante inosservanza» della normativa sulla trasparenza (cfr. art. 144, comma 3, t.u.b.).

ne dell'attività (anche di singole aree o sedi secondarie) nonché specifiche forme di offerta, promozione o conclusione di contratti, disponendone anche la sospensione provvisoria, per un periodo non superiore a novanta giorni, in caso di particolare urgenza; *b)* ordinare la restituzione delle somme indebitamente percepite e altri comportamenti conseguenti (il che già avveniva con «inviti» rivolti in via di *moral suasion*); *c)* disporre la pubblicazione di detti provvedimenti.

9. *Basilea 3*

Si dà qui sinteticamente conto della riforma dell'accordo sul capitale delle banche che va sotto il nome di Basilea 3.

La riforma si basa su di un primo documento approvato dal Gruppo dei governatori e dei capi della vigilanza del Comitato di Basilea il 6 settembre 2009 e, dopo consultazioni e una valutazione di impatto, viene adottata con un accordo del 26 luglio 2010 (nuova definizione di patrimonio, trattamento del rischio di controparte, indice di leva finanziaria e standard globale di liquidità) – messo a punto il 12 settembre 2010 – e, infine, sottoposta all'approvazione del vertice G20 di Seul del 12 novembre 2010[472].

[472] Su Basilea 3, cfr. i documenti della BIS elencati: http://www.bis.org/list/basel3/index.htm e, in particolare *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, December 2010, in http://www.bis.org/publ/bcbs189.htm; *Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*, December 2010, in http://www.bis.org/publ/bcbs188.htm; *Final report on the assessment of the macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements*, 17 December 2010, in http://www.bis.org/press/p101217.htm; N. Wellink, *The New Framework for Banking Supervision*, in http://www.bis.org/speeches/sp110127.pdf. Un interessante studio di impatto è: BIS, *An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements*, August 2010, in http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_100818a.pdf, che valuta i costi in termini di aggiustamento al ribasso del prodotto in conseguenza di tassi di interesse più alti contro i (maggiori) benefici derivanti da minor probabilità di crisi bancarie (con le conseguenti perdite in termini di prodotto) e la riduzione dell'ampiezza delle fluttuazioni del prodotto in periodi non di crisi. Per le conseguenze sul sistema bancario, cfr. M. Onado, *In banca torni l'effi-*

La riforma, che cerca di trarre insegnamento dalla crisi e intende introdurre nel sistema creditizio fattori di maggior resistenza agli shock e di attenuazione degli effetti di propagazione (se non di vera e propria prevenzione rispetto al ripetersi di simili eventi), si basa essenzialmente sui seguenti punti: *a)* aumento della qualità, della consistenza e della trasparenza del capitale di base che viene a essere costituito essenzialmente dalle azioni ordinarie e dai profitti non distribuiti. È inoltre prevista l'armonizzazione internazionale e l'applicazione generalizzata delle deduzioni e dei filtri prudenziali nonché la massima trasparenza di tutte le componenti del capitale di base[473]; *b)* introduzione di una *leverage ratio* come misura supplementare rispetto al quadro di Basilea 2 in vista del passaggio a un nuovo trattamento di primo pilastro opportunamente rivisto e calibrato. Anche in questo caso, al fine di assicurare la comparabilità, è prevista l'armonizzazione delle voci di dettaglio che entrano nel calcolo di questo nuovo coefficiente, con aggiustamento delle differenze contabili; *c)* introduzione di uno standard globale minimo di liquidità ba-

cienza. Il nuovo fabbisogno di capitale richiede sostanziosi tagli ai costi operativi, in «Il Sole 24 Ore», 19 dicembre 2010. Per l'impatto sull'economia reale e sulla situazione italiana in particolare, cfr. Comm. Finanze Camera, *Indagine conoscitiva sulle problematiche relative all'applicazione dell'Accordo di Basilea 2. Audizione del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia G. Carosio*, 11 marzo 2010, in http://www.bancaditalia.it/interventi/intaltri_mdir/Carosio_110310.pdf; ABI, *Basilea 3: Banche e imprese verso il 2012*, *La riforma delle regole prudenziali*, intervento del vicedirettore generale della Banca d'Italia G. Carosio, 4 maggio 2010, in http://www.bancaditalia.it/interventi/intaltri_mdir/Carosio_ABI_Basilea3.pdf; *La revisione delle regole prudenziali: i possibili effetti su banche e imprese*, Audiz. vicedirettore generale della Banca d'Italia Anna Maria Tarantola, Camera, Comm. X «Attività Produttive», 7 ottobre 2010, in http://www.bancaditalia.it/interventi/intaltri_mdir/AUDIZIONE_Tarantola_71010.pdf; M. Comana, *Le banche italiane verso Basilea 3: un modello di stima di impatto*, in «Riv. bancaria», n. 5/6, 2010, p. 75; A. Locarno, *The macroeconomic impact of Basel III on the Italian economy*, in «Riv. bancaria», n. 5/6, 2011, p. 29; R. Masera, *The Basel III global regulatory framework: a critical review*, in «Riv. trim. dir. econom.», 2011, p. 199; cfr. inoltre lo *Speciale Basilea 3* della rivista «Bancaria» n. 11, 2011, con scritti di G. Forestieri, A. Resti, P. Penza, M. Brogi, M. Berlanda, R. Maino e F. Zaini.

[473] Il requisito minimo per il *common equity* (capitale + riserve) dovrebbe passare gradualmente dal 3,5% (dal 2013) al 4,5% (dal 2015) mentre quello per il patrimonio di base (*Tier 1*) dovrebbe passare dal 4,5% (2013) al 6% (2015).

sato su coefficienti di copertura a breve (*liquidity coverage ratio*) e lungo termine (*net stable funding ratio*)[474]; *d)* la previsione, per le autorità di controllo, della possibilità di introdurre un cuscinetto di capitale, al di sopra dei requisiti minimi, da accumulare nei periodi di espansione e utilizzare in funzione anticiclica, basato sui profitti e su variabili creditizie (in modo da alimentare e utilizzare tale riserva di protezione), compresi vincoli alla distribuzione di dividendi[475].

Scopo della riforma è pervenire a un rafforzamento graduale dei requisiti di capitale e di liquidità, ridurre il grado di leva e la prociclicità del sistema e renderlo più resistente agli shock nonché favorire l'allineamento delle pratiche di remunerazione con i risultati di lungo periodo e con una politica prudente di assunzione dei rischi.

Per evitare che la brusca introduzione dei nuovi requisiti produca effetti recessivi, è prevista una notevole gradualità nell'attuazione della riforma che, dopo un periodo di «monitoraggio regolamentare», dovrebbe iniziare a trovare applicazione in via sperimentale dal 1°gennaio 2013 al 1° gennaio 2017 per poi andare definitivamente a regime dal 1°gennaio 2019[476].

A livello europeo la riforma ha sinora comportato l'emanazione della dir. 2010/76/UE del 24 novembre 2010 che modifica le dirr. 2006/48/CE e 2006/49/CE per quanto riguarda i requisiti patrimoniali per il portafoglio di negoziazione e le ricartolarizzazioni e il riesame delle politiche remunerative da parte delle autorità di vigilanza[477]. La trasposizione integrale del nuovo ac-

[474] Per il primo dei due coefficienti è previsto un periodo di osservazione dal 1° gennaio 2011 e l'introduzione dal 1° gennaio 2015 mentre, per il secondo, il periodo di osservazione dovrebbe iniziare il 1° gennaio 2012 e l'introduzione dal 1° gennaio 2018.

[475] Il *Capital conservation buffer* dovrebbe essere introdotto dal 1° gennaio 2016 (allo 0,625%) per poi essere portato gradualmente al 2,50% dal 1° gennaio 2019.

[476] Per uno studio di impatto relativo al periodo transitorio, cfr. Macroeconomic Assessment Group (MAG, established by the Financial Stability Board and the Basel Committee on Banking Supervision), *Interim Report, Assessing the macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements*, August 2010, in http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_100818b.pdf.

[477] Per quanto riguarda le politiche di remunerazione dei manager la diret-

cordo dovrebbe essere invece oggetto di una nuova direttiva (la CRD 4). Secondo le intenzioni della Commissione in sede di approvazione del pacchetto CRD 4 la normativa potrebbe essere riordinata in un Regolamento – che, com'è noto è direttamente applicabile – per il primo e il terzo pilastro e in una direttiva (per il secondo pilastro) avviando la realizzazione del c.d. *single rule book*.

Sulla riforma dell'accordo di Basilea si è acceso un animato dibattito nel quale ai toni fortemente preoccupati del mondo produttivo – che paventa rischi di recessione da razionamento del credito[478] – rispondono studi di impatto ufficiali che tendono a minimizzare tali effetti stimandoli in una deviazione media del *trend* di crescita del PIL dello 0,19% in meno nell'arco di un periodo di quattro anni e mezzo (corrispondente allo 0,04% annuo)[479].

tiva è stata attuata con Provvedimento della Banca d'Italia del 30 marzo 2011, intitolato *Disposizioni in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione nelle banche e nei gruppi bancari*.

[478] Cfr., in proposito, a titolo meramente esemplificativo: F. Pavesi, *Basilea 3 costerà 139 miliardi*, in «Il Sole 24 Ore», 9 gennaio 2010 e M. Longo, *Basilea 3 fa esplodere i rischi di controparte*, in «Il Sole 24 Ore», 28 luglio 2010 (che sintetizzano i dati di due analisi di impatto condotte prima dell'approvazione dell'accordo, su di un campione di banche europee e italiane); Id., *Profumo: cambiate Basilea 3*, in «Il Sole 24 Ore», 11 settembre 2010 (che dà conto di un'iniziativa dell'ex a.d. di Unicredito, in qualità di presidente della Federazione bancaria europea, nei confronti dei vertici dell'UE e della BCE); A. Merli, *Ecco il costo di Basilea 3: Pil giù del 5% in area euro*, in «Il Sole 24 Ore», 10 giugno 2010 (che riporta i dati essenziali di uno studio dell'Institute of International Finance, che riunisce le più grandi banche attive a livello globale); M. Cellino, *Rischio credit crunch da 436 mld.*, in «Il Sole 24 Ore», 31 marzo 2011, p. 3, che sintetizza uno studio di The European House Ambrosetti (presentato in un seminario tenutosi il 1° e il 2 aprile 2011 a Villa d'Este) secondo il quale le banche italiane dovrebbero reperire capitale aggiuntivo per un ammontare compreso fra i 12 e i 40 miliardi di euro – a seconda che il *common equity* venga portato al 4,5% (misura minima prevista da Basilea 3 a regime) o al 7% – ovvero una riduzione potenziale del credito alla clientela che va da 172 (pari al 9,4% dello stock al 2009) a 436 (pari al 23,8% dello stock al 2009) miliardi di euro.

[479] Cfr. MAG, *Final Report, Assessing the macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements*, December 2010, in http://www.bis.org/publ/othp12.pdf. Nel dibattito sulla messa a punto della CRD 4 va menzionato l'intervento di Mario Draghi, con una lettera del 29 marzo 2012 indirizzata all'Ecofin nonché alla Commissione e al Parlamento in qualità

10. *La risposta nazionale alla crisi: dagli interventi straordinari del MEF alla garanzia dello Stato sulle passività bancarie*

La legislazione degli ultimi anni può dividersi in due filoni, quello della risposta alla crisi, con misure di sostegno al sistema finanziario, e quello del normale sviluppo normativo conseguente alle ordinarie esigenze di ammodernamento del sistema e di recepimento del diritto comunitario. Avendo trattato la seconda tematica nei precedenti paragrafi, si dà qui di seguito sinteticamente conto della prima[480].

In questo campo, un iniziale intervento si ha già all'indomani del collasso di Lehman Brothers con il d.l. 9 ottobre 2008, n. 155, convertito in legge, con modificazioni, dall'art. 1, comma 1, l. 4 dicembre 2008, n. 190, emanato «Valutata la straordinaria necessità ed urgenza di garantire la stabilità del sistema creditizio e la continuità nell'erogazione del credito alle imprese e ai consumatori, nell'attuale situazione di crisi dei mercati finanziari internazionali» (così il 6° periodo del preambolo). Il d.l. autorizza innanzitutto il ministro dell'Economia a sottoscrivere o garantire, sino al 31 dicembre 2009, «aumenti di capitale deliberati da banche italiane che presentano una situazione di inadeguatezza patrimoniale accertata dalla Banca d'Italia» (art. 1, comma 1). Le operazioni vengono effettuate sulla base di una valutazione della Banca d'Italia che ha a oggetto «l'adeguatezza del pia-

di presidente dell'ESRB, tendente a chiedere un'applicazione flessibile della normativa a livello europeo e nazionale (cfr. http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/2012-03-29_CRR-CRD_letter.pdf?5e0fbcc936fe1d43ef66ac4c45e977ed). Su di esso cfr. anche A. Merli, B. Romano, *Su Basilea 3 Draghi chiede un approccio più flessibile*, in «Il Sole 24 Ore», 3 aprile 2012. Un accordo per un'applicazione nazionale più flessibile in sede UE (con possibilità, da parte delle autorità locali, di introdurre cuscinetti di capitale addizionali sino al 3%), è stato raggiunto dall'Ecofin del 15 maggio 2012. Cfr. B. Romano, *UE flessibile su Basilea 3*, in «Il Sole 24 Ore», 16 maggio 2012.

[480] Sugli interventi descritti di seguito, cfr. M. Rispoli Farina, *La crisi finanziaria e i rimedi normativi: un quadro di insieme*, in Benocci, Mazzini (a cura di), *Corso di legislazione bancaria*, II cit., pp. 217 ss.; Id., *Note a margine dei "Tremonti bond"*, in «Società», 2009, p. 1; U. Tombari, *Il decreto salva-banche: verso lo Stato "salvatore" o un ritorno allo Stato imprenditore?*, in «Nel merito.com», 30 ottobre 2008; G. Napolitano, A. Zoppini, *Le autorità al tempo della crisi*, Bologna 2009, pp. 30 ss.

no di stabilizzazione e rafforzamento della banca presentato per la deliberazione dell'aumento di capitale» e le politiche dei dividendi (art. 1, comma 2). Le azioni così sottoscritte dal Ministero dell'economia sono prive di diritto di voto e privilegiate nella distribuzione dei dividendi rispetto a tutte le altre categorie di azioni (art. 1, comma 3).

Un altro strumento messo a disposizione del sistema da tale intervento normativo, allo scopo di fronteggiare eventuali gravi crisi di liquidità, è quello di consentire al ministro dell'Economia di effettuare, sempre sino al 31 dicembre 2009, *swap* (operazioni temporanee di scambio) fra titoli di Stato e strumenti finanziari detenuti dalle banche italiane o passività delle loro controparti italiane (art. 1-*bis*, comma 2). Altra possibilità prevista dall'intervento emergenziale è quella di «concedere la garanzia dello Stato, a condizioni di mercato, sulle operazioni stipulate da banche italiane, al fine di ottenere la temporanea disponibilità di titoli utilizzabili per operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema» (art. 1-*bis*, comma 3). Il ministro dell'Economia è inoltre autorizzato a rilasciare a favore dei depositanti una garanzia statale aggiuntiva e integrativa rispetto a quella già prevista dai sistemi di garanzia, per un periodo di 36 mesi dall'entrata in vigore del decreto (che sono quindi scaduti il 9 ottobre 2011) (art. 4, comma 1).

È poi prevista la possibilità per il ministro dell'Economia di rilasciare, sempre fino al 31 dicembre 2009, «la garanzia statale su finanziamenti erogati discrezionalmente della Banca d'Italia alle banche italiane e alle succursali di banche estere in Italia per fronteggiare gravi crisi di liquidità (emergency liquidity assistance)» (art. 3, comma 2). Siamo qui di fronte al c.d. credito di ultima istanza straordinario, erogabile, a pressoché totale discrezione della banca centrale, in circostanze eccezionali e perciò in assenza di regole predefinite[481]. Esso può avere rilevanza macroeconomica, in caso di crisi generali del sistema finanziario in

[481] Sul quale, cfr. diffusamente F. De Tomasi, *Sistema dei pagamenti e credito di ultima istanza*, in G.L. Carriero, V. Santoro (a cura di), *Il diritto del sistema dei pagamenti*, Milano 2005, pp. 375 ss.; cfr. anche A. Antonucci, *Il credito di ultima istanza nell'età dell'euro*, Bari 2003, nonché M.O. Perassi, *Banca d'Italia e contesto internazionale. Prime riflessioni sul nuovo statuto*, in «Banca impresa e società», 2007, pp. 11 ss., in particolare pp. 20-24.

grado di condizionare la liquidità dell'area euro, ovvero rilevanza microeconomica, in caso di situazioni di crisi del singolo intermediario bancario. Nel primo caso, si tratta di uno strumento di politica monetaria rientrante nelle attribuzioni dell'Eurosistema e assoggettato all'obbligo della previa acquisizione di adeguata garanzia, nel secondo, di uno strumento rientrante nelle misure di salvaguardia della stabilità finanziaria di competenza delle singole BCN, espressamente riconosciuto dal legislatore italiano proprio con la disposizione che si commenta.

Queste misure di tipo temporaneo non sono state, per fortuna, utilizzate, segno che il sistema bancario italiano, contrariamente a quello che è avvenuto in altri paesi dove si è avuto un forte intervento pubblico nel capitale delle banche con ripercussioni significative sui bilanci statali, ha sostanzialmente retto assorbendo in modo non traumatico gli effetti della crisi.

Oltre alle misure temporanee appena illustrate il d.l. n. 155/2008 prevede, con una disposizione la cui possibilità di applicazione travalica il ristretto ambito temporale previsto per le altre, che: «In presenza di una situazione di grave crisi di banche o di gruppi bancari italiani, anche di liquidità, che possa recare pregiudizio alla stabilità del sistema finanziario, si applicano le procedure di cui al Tit. IV del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385» (art. 2, comma 1).

Non è chiaro se la norma (come il suo tenore letterale farebbe intendere) consenta l'emanazione di provvedimenti di gestione delle crisi bancarie a prescindere dall'accertamento dei presupposti previsti per ciascuno di essi dagli artt. 70 e 80 del t.u.b. (previsioni di perdita, irregolarità e violazioni, gravi o eccezionalmente gravi, rispettivamente per l'amministrazione straordinaria e la liquidazione coatta amministrativa). Da un lato si potrebbe pensare che, se vi è una «situazione di grave crisi di banche o di gruppi bancari», i presupposti per l'emanazione dei cennati provvedimenti relativi alle perdite debbano comunque esistere (ed essere accertati). Se così fosse, tuttavia, la disposizione non avrebbe alcun «valore aggiunto» e, quindi, non avrebbe un gran senso. È allora preferibile ritenere che, di fronte a una grave crisi di tipo sistemico, la norma *de qua* dia il potere alle autorità di intervenire con i predetti provvedimenti anche solo in presenza di una crisi di liquidità (senza che sia necessario, ad es., formulare previsioni di perdita o riscontrare irre-

golarità o violazioni). I presupposti previsti dai cennati artt. 70 e 80 del t.u.b. devono quindi ritenersi integrati da quello delineato dalla disposizione di che trattasi.

Ma la norma stessa assume una valenza ancora più pregnante se letta insieme al successivo comma 2 dell'art. 2 che autorizza il ministro del Tesoro a effettuare le operazioni straordinarie sul capitale previste dall'art. 1 (e dianzi descritte) «anche a favore delle banche o delle società capogruppo di un gruppo bancario sottoposte alle procedure di cui al comma 1». Ovviamente tali procedure non sono genericamente quelle previste dal Tit. IV del t.u.b. ma solo quelle disposte ai sensi dell'art. 2, comma 1 del d.l. n. 155/2008 in caso di grave crisi sistemica, anche di liquidità. Il d.l. ha quindi introdotto in modo permanente nel nostro ordinamento un nuovo meccanismo di intervento pubblico in funzione di risanamento e di superamento di crisi di rilevanza sistemica[482].

L'art. 12 del d.l. 29 novembre 2008, n. 185 (*Misure urgenti per il sostegno a famiglie, lavoro, occupazione e impresa e per ridisegnare in funzione anti-crisi il quadro strategico nazionale*, conv. in l. dall'art. 1 della l. 28 gennaio 2009, n. 2) disegna poi un meccanismo di finanziamento dell'economia attraverso la sottoscrizione pubblica di obbligazioni bancarie speciali (c.d. «Tremonti bond»). Si prevede che:

> Al fine di assicurare un adeguato flusso di finanziamenti all'economia e un adeguato livello di patrimonializzazione del sistema bancario, il Ministero dell'economia e delle finanze è autorizzato, fino al 31 dicembre 2010, anche in deroga alle norme di contabilità di Stato, a sottoscrivere, su specifica richiesta delle banche interessate, strumenti finanziari privi dei diritti indicati nell'articolo 2351 del codice civile, computabili nel patrimonio di vigilanza ed emessi da banche italiane le cui azioni sono negoziate su mercati regolamentati o da società capogruppo di gruppi bancari italiani le azioni delle quali sono negoziate su mercati regolamentati (art. 12, comma 1).

[482] Pochi giorni dopo il d.l. 9 ottobre 2008, n. 155, viene emanato anche il d.l. 13 ottobre 2008, n. 157, *Ulteriori misure urgenti per garantire la stabilità del sistema creditizio*, le cui disposizioni vengono poi sostanzialmente fuse con quelle del d.l. n. 155/2008 dalla legge di conversione (l. 4 dicembre 2008, n. 190) che abroga il d.l. n. 157/2008.

La possibilità che il Ministero dell'economia sottoscriva tali titoli è subordinata alle seguenti condizioni: *a)* che l'operazione risulti economica nel suo complesso, tenga conto delle condizioni di mercato e persegua le finalità previste dalla legge; *b)* assunzione da parte dell'emittente degli impegni, definiti in un apposito protocollo d'intenti con il Ministero dell'economia, in ordine al livello e alle condizioni del credito da assicurare alle piccole e medie imprese e alle famiglie e a politiche dei dividendi coerenti con l'esigenza di mantenere adeguati livelli di patrimonializzazione; *c)* adozione, da parte degli emittenti, di un codice etico contenente, tra l'altro, previsioni in materia di politiche di remunerazione dei vertici aziendali; *d)* valutazione, da parte della Banca d'Italia, delle condizioni economiche dell'operazione e della computabilità degli strumenti finanziari nel patrimonio di vigilanza.

Dopo circa un anno dall'emanazione della normativa quattro banche hanno deciso di utilizzare questi strumenti, destinati a creare un clima di fiducia e a garantire i finanziamenti all'economia in una congiuntura di particolare difficoltà. La cifra impegnata per lo scopo dallo Stato è di poco più di 4 miliardi di euro[483].

[483] Una delle banche beneficiarie di questo intervento ha rimborsato a marzo 2011 bond per 1,45 miliardi di euro sottoscritti nel luglio 2009, utilizzando parte di un aumento di capitale riconoscendo come l'apporto fornito da tali strumenti «[...] si è dimostrato importante in quanto ha permesso [...] nel momento più acuto della crisi economica internazionale di continuare a sostenere l'economia dei territori locali [...]». Per notizie in merito, cfr. l'articolo *Il Banco Popolare rimborsa 1,4 miliardi di Tremonti bond*, in «Il Sole 24 Ore», 15 marzo 2011, p. 43, nonché G. Paolucci, *Ecco cosa frena i Tremonti bond*, in «La Stampa», 25 novembre 2009. Un'altra banca italiana ha congelato il rimborso, già programmato, dei Tremonti bond al fine di poter meglio rispettare i requisiti di capitale aggiuntivo richiesti dall'EBA, cfr. C. Peruzzi, *Siena blocca il rimborso dei Tremonti bond*, in «Il Sole 24 Ore», 28 ottobre 2011. Per un raffronto con i dati europei e degli USA, cfr. l'articolo di M. Cellino, M. Longo, *La crisi del credito è costata agli Stati UE 1.330 miliardi di euro*, in «Il Sole 24 Ore», 30 marzo 2011, p. 2, nel quale vengono riportati i dati di uno studio R&S Mediobanca secondo il quale i governi europei hanno effettuato interventi a favore delle banche per 1.931 miliardi di euro (per un'esposizione, alla data, al netto dei rientri di 1.310 miliardi) mentre il Tesoro USA ha impiegato per gli stessi scopi 2.791 miliardi di euro (per un'esposizione, alla data, al netto dei rientri di 2.051 miliardi). Il dato italiano è particolarmente contenuto se lo si raffronta con il costo degli interventi in altri paesi UE, quali: il Regno Unito (901,3 miliardi, esposizione netta di 554,2 miliardi); la Germania (417,5 miliardi, esposizione

I criteri, le condizioni e le modalità di sottoscrizione di questi strumenti finanziari sono stati stabiliti con d.m. 25 febbraio 2009 mentre la possibilità di emetterli è stata prorogata al 31 dicembre 2010 con un provvedimento del 4 agosto 2010.

Fra gli altri lasciti della crisi degni di essere ricordati si menzionano l'istituzione del Comitato per la salvaguardia della stabilità finanziaria e del mercato interbancario collateralizzato (MIC).

Quanto al Comitato per la salvaguardia della stabilità finanziaria, esso è stato istituito con un protocollo d'intesa del 7 marzo 2008 fra il Ministero dell'economia (che lo presiede), la Banca d'Italia, la CONSOB e l'ISVAP per disciplinare: «su base volontaria e nel rispetto delle rispettive competenze, la cooperazione e lo scambio di informazioni e valutazioni per la salvaguardia della stabilità del sistema finanziario italiano, la prevenzione e la gestione delle crisi finanziarie con potenziali effetti di natura sistemica» (par. 1.1). «Il Comitato è convocato dal Presidente, di propria iniziativa o su richiesta di una delle parti [...] almeno due volte l'anno per l'attività di prevenzione e preparazione [...] ogni qual volta si manifesti un caso potenziale di crisi [...]» (par. 2.4).

Siamo quindi di fronte a un'iniziativa volontaria di coordinamento da parte delle autorità competenti. In proposito va segnalato come anche l'European Systemic Risk Board (ESRB) abbia adottato una raccomandazione del 22 dicembre 2011 sul mandato macroprudenziale delle autorità nazionali con la quale sono stati dettati alcuni principi guida. Secondo tale raccomandazione, gli Stati membri devono designare nella legislazione nazionale un'autorità responsabile per la politica macroprudenziale in generale, o come singola istituzione o come un collegio composto dalle autorità la cui azione ha un impatto materiale sulla stabilità finanziaria (Racc. B.1). Gli Stati membri devono anche assicurare che nel perseguimento dei suoi obiettivi tale autorità sia indipendente dagli organi politici e dall'industria finanziaria (Racc. E.1). Per tale motivo andrà probabilmente rivisto l'assetto del Comitato per la salvaguardia della stabilità finanziaria che, es-

netta di 282,25 miliardi); l'Olanda (143 miliardi, esposizione netta di 96,1 miliardi); il Belgio (142,4 miliardi, esposizione netta di 110,5 miliardi); la Francia (85,1 miliardi, esposizione netta di 56,7 miliardi).

sendo presieduto dal ministro dell'Economia, potrebbe non essere considerato in linea con tale raccomandazione.

Il mercato interbancario collateralizzato (MIC) è un segmento anonimo garantito della piattaforma di contrattazione e-Mid, che viene realizzato nel febbraio 2009 per favorire la ripresa delle contrattazioni sui circuiti interbancari pressoché paralizzate a causa della crisi. Il termine per la sua operatività, dapprima stabilito al 31 dicembre 2010, è stato in seguito prorogato (New-MIC), con il trasferimento delle funzioni inizialmente svolte dalla Banca d'Italia (garanzia delle transazioni, acquisizione, valutazione, custodia e amministrazione delle attività finanziarie conferite dagli operatori bancari) alla Cassa di compensazione e garanzia (CCG) e alla Monte Titoli.

Anche le modifiche introdotte dal d.lgs. 30 dicembre 2010, n. 239, con il quale è stata data attuazione alla dir. 2009/111/CE del 16 settembre 2009 che modifica le direttive base in materia di «enti creditizi collegati a organismi centrali, taluni elementi dei fondi propri, i grandi fidi, i meccanismi di vigilanza e la gestione delle crisi» (il recepimento ha riguardato essenzialmente questi ultimi due punti essendo per gli altri il nostro ordinamento già adeguato o non interessato) possono essere considerate figlie della crisi, ancorché distanti da una logica meramente emergenziale e tendenti a comporre un quadro di maggior coordinamento europeo destinato a operare non solo nelle situazioni di tensione finanziaria.

La direttiva «costituisce una prima, importante misura, per ovviare alle carenze poste in evidenza dalla crisi finanziaria» (1° considerando) e intende introdurre come «obiettivo generale volto a promuovere la stabilità finanziaria nell'Unione Europea» il fatto che le autorità di vigilanza, nello svolgimento delle loro attribuzioni debbano «tener adeguatamente conto della dimensione comunitaria» (7° considerando). Lo strumento individuato per migliorare il coordinamento delle autorità di controllo è quello della «cooperazione tra le autorità di vigilanza, che si occupano di gruppi e holding e delle loro controllate e succursali, per mezzo dei collegi», intesa come «una fase dell'evoluzione verso un potenziamento ulteriore della convergenza regolamentare e dell'integrazione in materia di vigilanza» (12° considerando). L'istituzione di tali collegi «non dovrebbe ledere i poteri e

le responsabilità delle autorità competenti» ma «essere uno strumento per accrescere la cooperazione, consentendo alle autorità competenti di accordarsi su taluni compiti di vigilanza essenziali. I collegi delle autorità di vigilanza dovrebbero facilitare la conduzione della vigilanza ordinaria e delle situazioni di emergenza» (6° considerando).

In attuazione della direttiva, il d.lgs. n. 239/2010 ha introdotto nel t.u.b. alcune modifiche intese a dotare le autorità di controllo di un ulteriore strumento di gestione di situazioni di criticità e a consentire quel maggior coordinamento fra le autorità di vigilanza europee per quanto riguarda la supervisione dei gruppi transfrontalieri.

Per quanto riguarda il primo aspetto, la lett. *d* dell'art. 53, comma 3 e l'art. 67, comma 2-*ter* (rispettivamente per la vigilanza individuale e su base consolidata) sono stati leggermente modificati e accanto ai provvedimenti specifici riguardanti la restrizione delle attività o della struttura territoriale, il divieto di effettuare determinate operazioni e di distribuire utili o altri elementi del patrimonio è stato aggiunto «con riferimento a strumenti finanziari computabili nel patrimonio a fini di vigilanza, il divieto di pagare interessi».

Per quanto concerne il secondo punto è stato riscritto l'art. 69 riguardante la collaborazione fra autorità di controllo nell'esercizio della vigilanza su base consolidata, il cui comma 1 prevede ora che:

> Al fine di agevolare l'esercizio della vigilanza su base consolidata nei confronti di gruppi operanti in più Stati comunitari la Banca d'Italia, sulla base di accordi con le autorità competenti, definisce forme di collaborazione e coordinamento, istituisce collegi di supervisori e partecipa ai collegi istituiti da altre autorità. In tale ambito, la Banca d'Italia può concordare specifiche ripartizioni di compiti e deleghe di funzioni.

È stato inoltre aggiunto il comma 1-*quinquies* secondo il quale: «Le autorità creditizie, nei casi di crisi o di tensioni sui mercati finanziari, tengono conto degli effetti dei propri atti sulla stabilità del sistema finanziario degli altri Stati comunitari interessati».

Va infine ricordato l'art. 8 del d.l. 6 dicembre 2011, n. 201 (*Disposizioni urgenti per la crescita, l'equità e il consolidamento*

dei conti pubblici, conv. in l. 22 dicembre 2011, n. 214), rubricato *Misure per la stabilità del sistema creditizio*, secondo il quale:

Ai sensi della Comunicazione della Commissione europea C(2011)8744 concernente l'applicazione delle norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria, il Ministro dell'economia e delle finanze, fino al 30 giugno 2012, è autorizzato a concedere la garanzia dello Stato sulle passività delle banche italiane, con scadenza da tre mesi fino a cinque anni o, a partire dal 1° gennaio 2012, a sette anni per le obbligazioni bancarie garantite di cui all'art. 7-bis della legge 30 aprile 1999, n. 130, e di emissione successiva alla data di entrata in vigore del presente decreto. [...] La concessione della garanzia [...] è effettuata sulla base della valutazione da parte della Banca d'Italia dell'adeguatezza della patrimonializzazione della banca richiedente e della sua capacità di fare fronte alle obbligazioni assunte[484].

[484] Le banche italiane hanno utilizzato questa possibilità, emettendo circa 40 miliardi di euro di questi titoli da dare come *collateral* alla BCE per la partecipazione all'asta del 21 dicembre 2011 con la quale l'istituto di Francoforte ha offerto alle banche liquidità illimitata a tre anni. In proposito, cfr. M. Longo, F. Pavesi, *In Italia finiscono 116 miliardi*, in «Il Sole 24 Ore», 22 dicembre 2011.

PARTE II.
LA BORSA E LA FINANZA

di Raffaele D'Ambrosio

I.
EVOLUZIONE PER FASI DELLA DISCIPLINA DEL MERCATO MOBILIARE IN ITALIA*

1. *Ambito dell'indagine, individuazione dei possibili criteri utilizzabili per una ripartizione in fasi*

Il presente studio si propone di illustrare l'evoluzione della disciplina speciale del mercato mobiliare in Italia dall'introduzione nel nostro paese, nel 1808, del codice di commercio francese all'adozione delle norme anticrisi negli anni compresi tra il 2008 e il 2011.

Con il beneficio della visione retrospettiva, dall'analisi condotta emerge una progressiva estensione della disciplina speciale del mercato mobiliare dalle borse valori e dagli agenti di cam-

* Desidero associarmi ai ringraziamenti già espressi da Enrico Galanti, nell'*Introduzione* a questa *Storia*, nei confronti dei relatori al seminario del 14 ottobre 2011, e di tutti quanti all'interno della Banca d'Italia hanno con il loro supporto consentito al nostro lavoro di nascere e di svilupparsi. Un particolare ringraziamento va a Renzo Costi, mio *discussant* nel suddetto seminario, per la disponibilità con cui ha accettato di leggere il mio lavoro e per i suoi preziosi suggerimenti.

bio a tutti i segmenti e a tutti gli attori del mercato stesso; e ciò per il tramite di successivi ampliamenti dal nucleo originario della legislazione di borsa alle società ivi quotate, alla raccolta del risparmio fuori borsa, al complesso delle attività d'intermediazione mobiliare. A tale estensione fa seguito la sistemazione delle numerose leggi, stratificatesi nel tempo, in un testo unificato e, per quanto possibile, organico, soggetto, fino a oggi, a rivisitazioni continue, che non ne snaturano, tuttavia, l'architettura fondante. In occasione della redazione di tale testo unificato si provvede, però, anche a estendere la disciplina delle società quotate alle materie della tutela delle minoranze e della *governance* societaria, fino ad allora sostanzialmente estranee alla regolamentazione degli emittenti ma destinate in prosieguo ad avervi un rilievo sempre maggiore.

Nell'evoluzione di tale disciplina si possono così enucleare cinque fasi:

1) dal primo codice di commercio del Regno d'Italia del 1865 (e dai suoi precedenti storici della legislazione francese e degli Stati preunitari) all'istituzione della Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB) nel 1974;

2) dall'istituzione della CONSOB alla legge sui fondi comuni d'investimento mobiliare aperti del 1983;

3) dalla legge sui predetti fondi a quella sulle SIM del 1991;

4) dalla legge sulle SIM alla legge di delega del 1996 per il recepimento della c.d. «direttiva Eurosim» e per la redazione di un testo unico dell'intermediazione finanziaria (t.u.f.);

5) dai decreti di recepimento della citata direttiva (1996) e di redazione del t.u.f. (1998) alla progettazione, definizione e attuazione di un sistema di vigilanza europeo sul mercato finanziario (2010-2011).

Il criterio del progressivo ampliamento dell'ambito della disciplina speciale del mercato mobiliare è stato scelto perché, diversamente da altri, pur in astratto possibili, consente una descrizione dell'intero fenomeno oggetto di studio.

L'estensione della normativa speciale ad ambiti sempre più ampi del mercato mobiliare va poi di pari passo con l'accrescimento della tutela dei risparmiatori. Il criterio prescelto non è, perciò, soltanto un criterio formale, non illustra, cioè, unicamente l'estendersi della disciplina, per cerchi concentrici via via più

ampi, all'intera materia del mercato mobiliare, ma vuol essere anche un criterio sostanziale volto a evidenziare la maggior tutela assicurata ai risparmiatori.

Criteri a esso alternativi, che fanno leva sulla distinzione tra regime pubblicistico e regime privatistico o tra localismo e centralismo sono stati, invece, scartati perché, pur evidenziando significative varianti nell'evoluzione della disciplina in questione, non risultano applicabili a tutta la materia esaminata.

Se si considera l'alternativa tra regime pubblicistico e regime privatistico, si scopre che la disciplina speciale del mercato mobiliare in Italia resta fondamentalmente di stampo pubblicistico fino alla c.d. «privatizzazione» dei servizi di mercato, avviata con il recepimento della direttiva Eurosim (1996) e completata con l'estensione di tale processo anche alla fase della liquidazione titoli e della gestione accentrata di strumenti finanziari con le norme del testo unico della finanza (1998). In tale prospettiva, l'unico spartiacque, in duecento anni di storia del diritto del mercato mobiliare in Italia, si ha nel 1996. Inoltre, tale alternativa riguarda un segmento soltanto del mercato mobiliare, quello della disciplina del «luogo» – il mercato in senso stretto – in cui avvengono le negoziazioni. Alcune deleghe di funzioni pubbliche di vigilanza a organismi privati all'uopo istituiti (l'organismo per l'albo dei promotori finanziari e quello per l'albo dei consulenti finanziari) riguardano anche gli intermediari del mercato mobiliare, ma sono circoscritte a settori marginali dell'intermediazione mobiliare e non hanno, perciò, in tale contesto, un rilievo paragonabile alla privatizzazione dei mercati.

L'alternativa tra centralismo e localismo, connaturata alla circostanza che la legislazione del Regno d'Italia va a sovrapporsi alle precedenti normative locali e in particolare ai regolamenti delle singole borse valori, scandisce significative «varianti» del medesimo modello pubblicistico della legislazione di borsa. Essa segna, in particolare, il passaggio dal codice di commercio del 1865 (modello centralistico) a quello del 1882 (modello localistico) e da quest'ultimo alla legge sulle borse del 1913 e alla legislazione fascista (nuova «virata» in senso centralistico). La legislazione successiva si muove sempre nell'ambito del centralismo: nel 1975 alla CONSOB sono trasferite gran parte delle competenze degli organi locali di borsa. La delega di competenze che

ne segue, dalla prima ai secondi, non muta l'impianto della distribuzione dei poteri: la CONSOB conserva i classici poteri del delegante, di avocazione di competenze e di controllo sull'attività del delegato.

Un «travaso» di funzioni meno ambiguo, perché accompagnato dalla chiara delimitazione dei compiti tra CONSOB e Consiglio di borsa, si ha dopo l'approvazione della legge sulle SIM. Ancorché articolato in sedi secondarie presso ogni borsa valori, il Consiglio di borsa, cui è delegata la gestione del mercato, è tuttavia un organismo centrale, non locale.

In ogni caso, anche l'alternativa sopra illustrata, come quella tra regime pubblicistico e regime privatistico, rende ragione dell'evoluzione della disciplina del mercato mobiliare in Italia soltanto per il periodo in cui essa coincide con la disciplina delle borse e, anche a voler considerare le fasi successive e le deleghe della CONSOB, limitatamente alla disciplina delle borse. Non è, invece, utilizzabile per l'esame dell'evoluzione della disciplina di tutti gli altri settori del mercato mobiliare, in relazione ai quali non si pone alcuna alternativa tra centralismo e localismo, essendo i poteri pubblici in materia di emittenti e di intermediari attribuiti fin dalla loro previsione all'esclusiva competenza delle autorità centrali.

Possibili ulteriori criteri, ricavabili dal diverso dosaggio del rango delle fonti di disciplina (norme primarie/norme secondarie) o della natura (discrezionale/vincolata) dei poteri conferiti alle autorità di vigilanza, sono, ai nostri fini, ancor meno significativi.

Infatti, anche se in taluni settori del mercato mobiliare (si pensi alla legge sulle SIM del 1991) il rapporto tra fonti primarie e fonti secondarie lascia talvolta ampio spazio alle seconde, una «delegificazione» generalizzata si ha soltanto con il testo unico della finanza (1998) e non consente, pertanto, una periodizzazione significativa dell'evoluzione della disciplina in esame.

L'alternativa tra poteri discrezionali o vincolati delle autorità di vigilanza, pur investendo tutti i settori e istituti del mercato mobiliare, dipende da circostanze eterogenee, che ne rendono inutile l'utilizzo quale unitario criterio di periodizzazione. L'ampliamento della discrezionalità delle autorità è, infatti, l'effetto, a seconda dei casi: del recepimento di direttive comunitarie, come attestato dal passaggio dall'autorizzazione vincolata della legge

SIM del 1991 a quella discrezionale, basata cioè sul parametro della sana e prudente gestione, del decreto Eurosim del 1996; della necessità di controbilanciare scelte di deregolamentazione, come per il caso dei poteri discrezionali della CONSOB sanciti dal decreto Eurosim del 1996; dell'esigenza di fronteggiare situazioni di crisi, come testimoniato dal progressivo accrescimento dei poteri CONSOB nella legislazione della prima decade degli anni Duemila.

2. *Il criterio della progressiva estensione della disciplina ai diversi settori del mercato mobiliare e il suo coordinamento con gli altri criteri*

La scelta di seguire il criterio della progressiva estensione della disciplina speciale del mercato mobiliare ai vari segmenti dello stesso è controbilanciata, d'altro canto, da taluni accorgimenti.

Il primo di essi tende a recuperare gli indici prima accantonati, nei limiti in cui essi possono contribuire a un più corretto inquadramento dell'evoluzione di alcuni istituti o settori del mercato mobiliare.

Si dà, perciò, conto, nell'ambito delle varie fasi in cui si è suddivisa l'evoluzione della disciplina speciale del mercato mobiliare, del prevalere, di volta in volta, di istanze pubblicistiche o privatistiche, di spinte centralistiche o localistiche, di fonti di rango primario o secondario, di poteri più o meno discrezionali dell'autorità di vigilanza.

In sintesi, l'alternativa tra centralismo e localismo connota talune variazioni del modello pubblicistico nell'ambito della prima fase dell'evoluzione della disciplina del mercato mobiliare. Quella tra regime pubblicistico e regime privatistico caratterizza, invece, la quinta fase e investe sostanzialmente i servizi di mercato e solo in minima parte la vigilanza sugli intermediari. Una generalizzata delegificazione si manifesta, in particolare, nella quinta fase, che conosce anche, nell'ultimo decennio, un progressivo accentuarsi dei poteri discrezionali delle autorità di vigilanza.

Si considerano, in secondo luogo, le variabili esogene al fenomeno giuridico: se molti interventi normativi traggono origine dal necessario adeguamento della disciplina nazionale a quella comu-

nitaria (si pensi al decreto Eurosim del 1996 e alla torrentizia produzione normativa degli anni Duemila), altri sono occasionati da situazioni di crisi (legge del 1913) o da rilevanti scandali finanziari (legge sul risparmio del 2005). Il taglio giuridico del presente studio sconsiglia, tuttavia, di tentare una ricostruzione sistematica delle possibili connessioni tra l'evolversi degli istituti del mercato mobiliare e le variabili economiche sottostanti. In ogni caso, l'eterogeneità di tali variabili esclude a monte la possibilità di ravvisare in esse un ulteriore possibile criterio alla luce del quale periodizzare l'evoluzione della disciplina del mercato mobiliare.

Si evidenzia, infine, che il passaggio da una fase all'altra in cui si articola l'evoluzione della disciplina del mercato mobiliare non è bruscamente scandito dall'introduzione di una nuova legge, che estende la disciplina del mercato stesso a un nuovo settore, ma è preparato e anticipato da interventi dell'autorità di vigilanza, che rendono detto passaggio meno traumatico. Di ciò si dà conto nell'ultimo capitolo.

Ne risulta, intanto, la seguente evoluzione:

a) La disciplina della prima fase è circoscritta alle borse valori e agli agenti di cambio. A parte la comunanza – e la limitatezza – della materia disciplinata, si succedono in questo periodo modelli di regolamentazione delle borse e di vigilanza sulle stesse che, seppur diversificati a seconda del prevalere, di volta in volta, di spinte localistiche o centralistiche, sono tutti di stampo pubblicistico. Vale a dire: *i)* la borsa nasce per iniziativa dell'autorità pubblica e non degli operatori; *ii)* l'organizzazione dei relativi servizi è rimessa, sia per quanto attiene alla regolazione sia per quanto riguarda la gestione e i controlli, allo Stato e/o a organi pubblici locali. Ciò caratterizza l'ordinamento delle borse italiane rispetto al modello anglosassone, improntato invece all'iniziativa privata e all'autoregolamentazione degli operatori.

L'esame di questa prima fase è preceduto da un rapido cenno alla legislazione di borsa degli Stati preunitari. Se ne trae la conferma che il modello seguito è, fin dall'inizio, quello pubblicistico, ideato dal codice di commercio francese, introdotto in Italia nel 1808 con l'occupazione napoleonica, e confermato poi dalla legislazione degli Stati preunitari restaurati. La stessa disciplina contenuta nel codice di commercio del 1865 ripropone il modello di stampo francese, sia per la natura pubblica dei controlli sulle bor-

se sia per l'impostazione centralistica. Rispetto al codice del 1865, il regolamento di esecuzione del codice di commercio del 1882 è improntato, invece, al localismo, al decentramento, cioè, della regolazione e dei controlli presso le autorità locali di borsa. Ma i controlli sono pur sempre di natura pubblica. La legge del 1913 conosce, infine, come accennato, una vistosa «virata» nel senso dell'accentramento delle competenze, accentramento che verrà accentuato, a più riprese, dalla successiva legislazione fascista.

b) La normativa della seconda fase si estende dalla materia delle borse e degli agenti di cambio a quella delle società quotate in borsa, sottoposte alla revisione dei bilanci e alle norme di trasparenza nei confronti dei risparmiatori. Alla CONSOB, organo a tal fine istituito, è attribuita la vigilanza su entrambe.

Tra le due fasi si colloca, quale spartiacque ideale, l'art. 47 Cost., che assegna alla Repubblica, e cioè allo Stato comunità, il compito di agevolare l'accesso del risparmio popolare «al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese».

C'è un nesso logico, oltre che cronologico, tra la tutela costituzionale del risparmio popolare e la creazione di un organo di vigilanza sulle società quotate, un nesso che muta, per giunta, l'ordine d'importanza tra le discipline della borsa da un lato e degli emittenti ivi quotati dall'altro. La tutela del risparmio si realizza, infatti, innanzitutto tramite l'imposizione di obblighi informativi in capo alle società quotate, rispetto alla quale la disciplina del mercato cui esse fanno ricorso diventa strumentale.

Non muta, però, l'impianto della legislazione borsistica; solo l'assetto delle competenze, concentrate ora nella CONSOB, ne risulta stravolto. È prevista anche un'embrionale disposizione sulla raccolta del risparmio fuori del canale istituzionale della borsa, che riveste, però, nell'architettura generale del sistema all'epoca disegnato, un rilievo ancora marginale.

c) La terza fase è inaugurata dalla l. n. 77/1983: alla disciplina delle borse valori (agenti di cambio inclusi) e delle società in esse quotate si aggiunge un'organica regolamentazione della sollecitazione del pubblico risparmio e dei fondi comuni di investimento mobiliare aperti. La CONSOB diventa un ente pubblico, dotato di ampia autonomia pur nei limiti previsti dalla legge (l. n. 281/1985).

La normativa sulla sollecitazione conosce, nell'interpretazione e nell'applicazione dell'autorità di controllo, la massima estensione, finendo, per taluni settori (collocamento e vendite a domicilio, offerta di servizi di gestione di patrimoni mobiliari), con il supplire all'assenza di norme primarie sull'intermediazione mobiliare. Muta, così, la filosofia dei controlli, che non sono più di sola trasparenza, ma investono anche il rapporto contrattuale tra l'offerente e il risparmiatore e giungono a sindacare la liceità delle operazioni, spesso atipiche sia per la tecnica utilizzata sia per l'oggetto. Lacune della disciplina riguardano, oltre che il settore dell'intermediazione, anche quello dei mercati, specie per quanto attiene alla fase della liquidazione titoli.

È perciò questa anche una fase di studio – e di proposta – di soluzioni normative adeguate. Accantonate pericolose operazioni di ortopedia giuridica, volte a estendere l'applicazione di norme primarie (in particolare quelle sulla sollecitazione, ma non solo) al di fuori della loro portata e delle loro finalità, si fa sempre più pressante l'esigenza di un intervento del legislatore primario.

d) Si giunge, così, alla legge sulle SIM del 1991, che introduce *ex novo* un'organica disciplina dell'intermediazione mobiliare e una nuova disciplina dei mercati: è l'inizio della quarta fase. È prevista una figura di intermediario polifunzionale, la SIM con sede legale in Italia, abilitata a svolgere – previo un vaglio dell'autorità di settore vincolato a parametri rigidi – tutte le attività d'intermediazione mobiliare che la legge provvede contestualmente a definire. Anche alle banche è consentito lo svolgimento di tali attività, ma con esclusione della negoziazione in borsa di titoli diversi da quelli di Stato o garantiti dallo Stato. La vigilanza su tali intermediari è ripartita, secondo un criterio funzionale, tra la CONSOB e la Banca d'Italia: alla prima sono attribuiti i controlli di correttezza e di trasparenza, alla seconda quelli di natura prudenziale. Il criterio funzionale è, tuttavia, derogabile, previo accordo tra le autorità, a favore di quello per soggetti: la Banca d'Italia può vigilare sulla correttezza e trasparenza delle banche e la CONSOB sulla stabilità patrimoniale delle SIM. I controlli sugli intermediari sono oramai a tutto tondo, investendone la stabilità e l'operatività. È, per la CONSOB, un importante mutamento di ruolo nel controllo del mercato mobiliare. Essa diventa, infatti, autorità di vigilanza a pieno titolo sulle SIM, autoriz-

zandone l'accesso al mercato e controllandone successivamente l'attività per i profili indicati dalla legge. La disciplina della sollecitazione del pubblico risparmio riduce il proprio ambito di applicazione, venendo meno – con l'introduzione delle nuove regole sul collocamento, sulle gestioni di patrimoni e sulle vendite a domicilio – alla sua ricordata funzione suppletiva.

Negli anni successivi alla legge sulle SIM si assiste a una copiosa produzione normativa, che tocca pressoché tutti i segmenti e gli istituti dal mercato mobiliare: il riconoscimento reciproco dei prospetti informativi di sollecitazione; la trasparenza delle partecipazioni rilevanti in società quotate; le offerte pubbliche di sottoscrizione, di vendita e di acquisto; l'*insider trading*; le numerose, distinte, figure di organismi d'investimento collettivo; i fondi pensione.

Non viene, però, modificata l'architettura giuridica del mercato mobiliare, incentrata sulla natura pubblica dei servizi di organizzazione e gestione delle borse, su di una vigilanza, anch'essa pubblica, su queste ultime e sugli intermediari, su controlli di trasparenza delle società quotate e anche di correttezza delle operazioni di sollecitazione. La disciplina dell'*insider trading* incide sulla filosofia dei controlli, comportando, giocoforza, l'approntamento di una vigilanza continua sulle operazioni suscettibili di generare informazioni *price-sensitive*. Rilevante la previsione di forme di autofinanziamento della CONSOB per i servizi di tenuta degli albi e di vigilanza resi nei confronti degli operatori; ne risultano corroborate le aspirazioni d'indipendenza dell'ente dal governo.

e) La quinta fase può farsi iniziare con la legge di delega (l. n. 52/1996) per il recepimento della direttiva Eurosim (d.lgs. n. 415/1996) e per la redazione di un testo unico dell'intermediazione finanziaria (d.lgs. n. 58/1998, c.d. t.u.f.). L'idea di una sede unica e appropriata per tutte le norme sul mercato mobiliare è caldeggiata dalla stessa CONSOB, per rimediare alla natura «atomistica» degli interventi legislativi.

Nel recepire la direttiva sui servizi di investimento, il d.lgs. n. 415/1996 amplia la gamma degli intermediari abilitati, modificandone, per aspetti rilevanti, la disciplina. Si consente: *i)* alle società d'investimento comunitarie l'ingresso nel mercato italiano, prima ostacolato dalla norma, contraria al Trattato e censu-

rata dalla Corte di giustizia, che imponeva alle SIM la sede legale in Italia; *ii)* alle banche la negoziazione in borsa di titoli anche diversi da quelli di Stato. L'accesso all'offerta dei servizi d'investimento è subordinata al vaglio discrezionale dell'autorità di vigilanza, basato sul parametro della sana e prudente gestione.

Soprattuto, il decreto Eurosim «privatizza» i servizi di organizzazione e di gestione del mercato, configurati, ora, quali attività d'impresa, sulla falsariga del modello anglosassone. La privatizzazione dei servizi del mercato rappresenta una svolta storica per le borse, ma è incompleta, perché limitata ai soli servizi di negoziazione e non estesa anche a quelli di liquidazione. Nei primi sono, in ogni caso, inclusi l'ammissione dei titoli e degli operatori al mercato e i relativi controlli su di essi, che «passano» dalla CONSOB alla società di gestione. Cambia l'oggetto della vigilanza pubblica sui mercati, esercitata innanzitutto sulla società di gestione, ma anche sulla trasparenza e sulla correttezza delle negoziazioni.

Il testo unico del 1998, oltre a sistemare in un quadro normativo unitario, in parte modificandole, le disposizioni sugli intermediari e sui mercati, appena introdotte dal d.lgs. n. 415/1996, sostituisce alla pletora delle leggi concernenti gli altri attori del mercato mobiliare gruppi omogenei di norme, per lo più di principio, destinate a essere specificate da disposizioni di rango secondario delle autorità di vigilanza. Queste ultime, inutile dirlo, vedono considerevolmente ampliati i loro poteri, *in primis* quelli normativi: è l'apoteosi della delegificazione.

Un primo gruppo di norme primarie, sulla gestione collettiva del risparmio, succede alle singole e dettagliate leggi sulle diverse tipologie di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (o.i.c.v.m.); un secondo gruppo, sulla sollecitazione all'investimento e al disinvestimento, sostituisce le leggi a esse, di volta in volta, applicabili, a seconda della natura del titolo (quotato o meno, con o senza diritto di voto) oggetto dell'offerta al pubblico.

La privatizzazione dei servizi di mercato è estesa alla gestione accentrata di strumenti finanziari e, con l'eccezione del regolamento finale del contante riservato alla banca centrale, alla fase della liquidazione titoli.

La disciplina delle società quotate amplia significativamente il proprio oggetto al collegio sindacale, ai patti di sindacato, alla rac-

colta e alla sollecitazione delle deleghe di voto e si arricchisce di una serie di norme sulla tutela delle minoranze e sulla *governance* societaria, fino ad allora oggetto di sparuti interventi di *moral suasion*, destinate ad avere, in prosieguo, sempre maggiore rilievo.

Interventi normativi successivi al testo unico della finanza, ove non semplicemente finalizzati a incentivare lo sviluppo del mercato mobiliare (si pensi, a tacer d'altro, alla disciplina della dematerializzazione degli strumenti finanziari), incidono direttamente – e considerevolmente – sulla regolamentazione di settori e istituti del mercato stesso. Si tratta delle disposizioni contenute nella legge sul risparmio del 2005 e di quelle di recepimento delle direttive comunitarie in materia di manipolazione del mercato, di servizi d'investimento, di OPA, di prospetti informativi di sollecitazione e di quotazione, di revisione contabile, di trasparenza degli emittenti, di esercizio dei diritti degli azionisti delle società quotate.

Dalla legge sul risparmio del 2005 si registrano alcune deviazioni rispetto al dosaggio tra poteri pubblici e autoregolamentazione privata, delineato dal t.u.f. Gli scandali finanziari che occasionano l'approvazione della legge comportano, infatti, una parziale «virata» nel senso della ripubblicizzazione della vigilanza sui mercati, erodendo le recenti acquisizioni della «filosofia della privatizzazione»: alla CONSOB sono «restituite», sotto forma di poteri conformativi e/o sostitutivi ampiamente discrezionali, parte delle competenze assegnate in precedenza all'esclusivo autocontrollo degli operatori.

È un ripensamento, certo non radicale, rispetto alla filosofia del decreto Eurosim e del t.u.f., destinato, per di più, a trovare ripetute conferme negli interventi normativi successivi. Si pensi ai pregnanti poteri conferiti alla CONSOB dai provvedimenti legislativi di recepimento del *market abuse* e della MiFid.

La torrentizia produzione normativa della prima decade del Duemila evidenzia anche un'altra costante: l'accrescimento, rispetto ai diversi interessi tutelati dal t.u.f., della protezione dei risparmiatori.

L'architettura delineata dal t.u.f., la gerarchia delle finalità in esso configurata, il dosaggio di poteri pubblici e autoregolamentazione privata nella disciplina dei mercati non ne risultano, tuttavia, sconvolti.

I numerosi interventi normativi del primo decennio del nostro secolo trovano, infatti, adeguata e pressoché integrale collocazione, con la sola rilevante eccezione della nuova disciplina della revisione, nell'ambito del medesimo testo unico. La maggiore tutela accordata ai risparmiatori risulta coerente con la gerarchia delle finalità del t.u.f. in una lettura costituzionalmente orientata dello stesso. È anche confermata, con l'assimilazione delle diverse *trading venues* (dei luoghi, cioè, di negoziazione), la natura privatistica dei servizi di mercato e la scelta di riservare, invece, alla vigilanza pubblica gli aspetti «strategici», dal punto di vista degli interessi tutelati, della trasparenza e della correttezza delle negoziazioni, della prevenzione e repressione del *market abuse*, della liquidazione titoli.

Il regime speciale previsto dall'art. 62 del d.l. n. 112/2008 sui derivati degli enti pubblici territoriali finisce, a seguito della reazione delle Regioni, davanti alla Corte costituzionale. La sentenza della Corte n. 52 del 2010 conferma la competenza esclusiva dello Stato in materia di mercati finanziari in generale e di mercato mobiliare in particolare di cui all'art. 119, comma 2, lett. *e*, della Costituzione.

La recente crisi finanziaria occasiona nuovi interventi normativi, ispirati a ragioni contingenti e, perciò, non ascrivibili a scelte di sistema. Le deroghe e le novità introdotte, pur incidendo su aspetti qualificanti della normativa del mercato mobiliare, riducendo, ad es., con la modifica delle norme sull'OPA, la contendibilità del controllo societario, non compromettono, neanche stavolta, l'impianto del t.u.f.

La previsione – nel progetto de Larosière prima e nella legislazione comunitaria poi – di un sistema di vigilanza europeo sul mercato finanziario lascia, invece, presagire cambiamenti sia nel riparto di competenze (a livello nazionale e dell'Unione), sia nella disciplina sostanziale (effetto del ravvicinamento delle legislazioni nazionali). Si profila, cioè, un rilevante spostamento di competenze, prevalentemente normative, a favore delle autorità dell'Unione e un sempre più stringente ravvicinamento delle disposizioni e delle prassi di vigilanza, con evidente progressiva compressione della discrezionalità delle autorità nazionali. Novità rilevante del sistema di vigilanza europeo è, inoltre, l'istituzione di un Comitato (l'ESRB) dota-

to di compiti di vigilanza c.d. macroprudenziale, sconosciuti a molti ordinamenti nazionali.

L'adeguamento dell'ordinamento nazionale al nuovo assetto di vigilanza europeo è sancito dall'art. 15 della l. n. 217/2011 (legge comunitaria 2010). Con raccomandazione dell'ESRB del 22 dicembre 2011 sono precisati i contorni del mandato macroprudenziale da conferire alle autorità nazionali. Finalità macroprudenziali sono, invero, già contemplate dalla disciplina interna del mercato mobiliare (artt. 5, 77 e 82 del t.u.f.), senza però essere assistite da un sistema di misure dedicate.

Se in una prima fase il progetto de Larosière individua nei tre distinti segmenti del mercato finanziario (bancario, assicurativo e mobiliare) l'oggetto della disciplina e della vigilanza, in una fase successiva esso considera, invece, il mercato finanziario nel suo complesso, auspicandone l'assoggettamento a controlli di stabilità, da un lato, e di correttezza, dall'altro.

È, seppure collocato sullo sfondo e di là da venire, un mutamento radicale, che rende ragione delle incontestabili interrelazioni tra i vari segmenti del mercato finanziario e suggerisce un ripensamento dell'intero assetto disciplinare.

II.
LA PRIMA DISCIPLINA DELLE BORSE E DEGLI AGENTI DI CAMBIO

1. Il codice di commercio francese e i codici di commercio degli Stati preunitari restaurati. – 2. Il codice di commercio del 1865. – 3. Il regolamento per l'esecuzione del codice di commercio del 1882. – 3.1. Il localismo e l'articolazione dei poteri pubblici. – 3.2. L'agente di cambio commerciante. – 3.3. La disciplina sostanziale: ingresso in borsa, ammissione dei titoli a quotazione, formazione del listino. – 4. Gli interventi normativi successivi al regolamento di esecuzione del codice di commercio del 1882 e i progetti di riforma delle borse. – 5. La legge del 1913 e il relativo regolamento di esecuzione. – 5.1. Gli organi locali di borsa e il rafforzamento dei poteri centrali. – 5.2. L'agente di cambio torna a essere un mediatore puro. – 5.3. La disciplina sostanziale delle borse. – 5.3.1. L'ingresso in borsa. – 5.3.2. L'ammissione dei titoli a quotazione. – 5.3.3. La disciplina pubblica delle contrattazioni: orario, limitazione al solo contante e diritto di sconto. – 5.3.4. La formazione del listino di borsa. – 6. La legislazione fascista successiva alla legge del 1913. – 6.1. La legislazione degli anni 1925-26 sugli agenti di cambio. – 6.2. La legislazione degli anni 1931-32: agenti di cambio, poteri pubblici sulle borse e contratti di borsa. – 6.3. La legge bancaria del 1936-38: la sovrintendenza unica e i controlli sul mercato primario. – 7. Le modifiche alla legislazione fascista successive alla Costituzione repubblicana.

1. *Il codice di commercio francese e i codici di commercio degli Stati preunitari restaurati*

In Italia, la disciplina delle borse può farsi iniziare[1] con l'estensione, nel 1808, del codice di commercio francese alla porzione di territorio italiano facente parte dell'impero napoleonico e con l'adozione, sempre nel 1808, del *Codice di commercio di terra e di mare pel Regno d'Italia*, che è poi una traduzione del codice di commercio francese[2].

La disciplina così introdotta stabilisce un regime pubblicistico delle borse di commercio, destinato a contraddistinguere il mercato mobiliare italiano fino al 1996 (anno in cui prende avvio la c.d. «privatizzazione» dei mercati), differenziandolo, fin dall'inizio, dal sistema anglosassone, dove le borse si sono, invece, costituite per libera associazione degli operatori.

L'impostazione pubblicistica emerge, già da subito, dalla definizione di borsa quale «unione [...] dei commercianti, capitani di bastimento, agenti di cambio e sensali», che ha luogo «sotto l'autorità del governo» (art. 71), ma risulta anche da altri tratti caratteristici della disciplina. Gli agenti di cambio e sensali, riconosciuti dalla legge quali agenti intermediari per gli atti di commercio (art. 74), sono, infatti, «nominati dal re ed anche dal go-

[1] Esorbita dai limiti di questo scritto l'esame dell'evoluzione dell'istituto delle borse. Senza alcuna pretesa di completezza, si ricorda che le prime, sebbene embrionali, manifestazioni del fenomeno si hanno già nell'antica Grecia: in luoghi appartati i cc.dd. «trapeziti» (cambiatori o banchieri) esercitano il commercio e i trafficanti assumono informazioni sui prezzi delle merci e sul corso delle monete. A Roma i trapeziti prendono il nome di *argentarii*, cui vengono date in affitto le *tabernae argentariae*. Oltre che presso le *tabernae argentariae*, gli scambi si svolgono a Roma nel c.d. *Medius Jaunus*. L'attività degli *argentarii* è da riconnettersi alla circolazione delle monete d'argento straniere in Roma. Nel Medioevo compaiono le logge, emanazione delle gilde e delle corporazioni mercantili. Funzioni più complesse assimilabili a quelle attuali si hanno, però, solo con la creazione nel 1613 della Borsa di Amsterdam, dove le operazioni, appunto, di borsa assumono le caratteristiche del commercio di borsa (contratti a termine su titoli e valute). La formazione delle società anonime determina il sorgere delle borse di Parigi e di Londra. Cfr., per tutti, L. Papa-D'Amico, *Borsa di commercio*, in *Il Digesto Italiano*, V, Torino 1890-99, pp. 916-917.

[2] Per un commento articolo per articolo alla disciplina delle borse contenuta nel codice del 1808 che, come detto, coincide con quello francese, cfr. A. Castelli, *Manuale del codice di commercio*, Milano 1840, pp. 30 ss.

verno» in tutte le città in cui esiste una borsa di commercio (art. 75, comma 2). All'agente di cambio è poi vietato di «fare delle operazioni di commercio o di banca per conto proprio», di interessarsi direttamente o indirettamente in proprio nome o a nome di persona interposta «in alcuna impresa commerciale», di ricevere o effettuare «pagamenti per conto dei» propri «committenti» (art. 85) nonché «di rendersi garante dell'esecuzione dei contratti dei quali è mediatore» (art. 86), pena la destituzione e la condanna al pagamento di una multa (art. 87) e l'impossibilità a essere rimesso nelle funzioni (art. 88).

A fronte di tale divieto, agli agenti di cambio è attribuito il diritto esclusivo «di trattare le negoziazioni degli effetti pubblici e altri suscettibili di essere indicati nelle tabelle mercantili», nonché «di fare per conto altrui le negoziazioni delle lettere di cambio o biglietti e di tutte le carte negoziabili, e stabilirne il corso»; «in concorrenza coi sensali di mercanzie» gli agenti di cambio possono «trattare le negoziazioni e prestare la loro mediazione nelle compere e vendite di materie metalliche», ma «i soli agenti di cambio» hanno «diritto di stabilirne il corso» (art. 76).

Il codice prevede, inoltre, che «il risultato delle negoziazioni e delle operazioni che si fanno nella borsa» determina «il corso del cambio» (art. 72) e che i corsi sono «stabiliti dagli agenti di cambio o sensali, nella forma ordinata dai regolamenti generali o particolari di polizia» (art. 73).

Un regolamento per le borse di commercio è introdotto nel Regno d'Italia con decreto vicereale del 10 marzo 1810. Il decreto conferma la competenza governativa sia per l'istituzione delle borse (art. 1) sia per la nomina degli agenti di cambio (art. 22, comma 2). Altre disposizioni del decreto rimangono, invece, a lungo lettera morta. Tra queste ultime si segnala – perché, ove applicata, avrebbe rappresentato un primo «embrione» di autodisciplina – la disposizione che prevede l'elezione diretta, da parte dell'assemblea degli operatori, del sindaco e dei sindaci aggiunti, con compiti di polizia di borsa[3].

[3] Il *Decreto tendente a disciplinare tutto ciò che ha rapporto alla borsa di commercio e agli agenti di cambio* è pubblicato nel *Bollettino delle leggi del Regno d'Italia. Parte prima. Dal primo gennaio al 30 giugno 1810*. Il decreto stabilisce che, oltre

Nel frattempo, con decreto del 16 gennaio 1808 del viceré Eugenio Napoleone, è istituita la Borsa di Milano. Un successivo decreto del 6 febbraio 1808 stabilisce un primo regolamento per il suo funzionamento[4].

Dopo la caduta di Napoleone e la conseguente restaurazione, la codificazione è, inizialmente, guardata con sospetto, perché

alle borse di Milano e di Venezia, il governo si riserva di stabilire altri luoghi in cui istituirne altre (art. 1); a tal fine il ministro dell'Interno stabilirà quali sono le città cui può convenire una borsa di commercio (art. 2). I giorni e le ore di apertura e di chiusura delle borse sono stabiliti dal prefetto (art. 3). È sancito il principio della libertà di ingresso in borsa (art. 5), connesso alla sua natura di istituzione pubblica, con esclusione dei condannati a pene afflittive o infamanti e dei falliti (art. 6). È prevista la redazione di un albo dei mediatori autorizzati (art. 7). Soprattutto, si dispone che «in quei comuni nei quali esiste una borsa di commercio, le negoziazioni per conto di terzi delle lettere di cambio, dei biglietti all'ordine o pagherò, delle assicurazioni, noleggi di bastimenti, partite di mercanzia, materie d'oro o d'argento, come pure le negoziazioni delle rendite sul monte Napoleone ed altri effetti pubblici, non potranno essere fatte che alla borsa, durante il tempo in cui resta aperta, e per opera rispettivamente degli agenti di cambio e sensali legalmente autorizzati, sotto pena di nullità delle negoziazioni, e di una multa a qualunque agente di cambio o sensale contravventore [...]» (art. 8). Il decreto disciplina poi le regole da seguire per stabilire il corso degli effetti pubblici e privati (artt. 11-14), sancisce il divieto di esercitare le funzioni di agente di cambio e di sensale a coloro che non vi siano autorizzati nei Comuni nei quali esiste una borsa (art. 16), detta disposizioni sulla nomina ad agente di cambio e a sensale (artt. 19-23), sul deposito da effettuarsi dagli agenti o sensali (artt. 24-33), sulle obbligazioni e i diritti dei medesimi (artt. 34-42), sulla polizia di borsa, affidata ai sindaci e ai sindaci aggiunti nominati dall'assemblea degli operatori, cui spettano anche compiti di amichevole componimento delle controversie tra questi ultimi (artt. 43-49).

[4] Prima dell'istituzione napoleonica, l'attività di cambio e la vendita all'incanto degli effetti pubblici sono invero già praticate sulla piazza milanese così come nelle principali città italiane. Nel 1807 una petizione della camera di commercio rappresentante del ceto mercantile milanese chiede alle autorità francesi di ristabilire una borsa «come esisteva nè tempi antichi» e dove poter effettuare «lo sconto per il pagamento delle cambiali». Gli operatori che agivano già sulla piazza di Milano con il nome di sensali vengono definiti, secondo la formula francese, agenti di cambio. La Borsa di Milano nasce, quindi, con un'identità originaria a mezzo fra l'interesse dei banchieri locali di avere un luogo di adunanza e di sconto personale e il desiderio dei francesi di disporre di un mercato il più possibile ampio e organico dove collocare le emissioni del debito pubblico in concorrenza con il mercato borsistico londinese. La borsa milanese non è tuttavia la prima a nascere ufficialmente in Italia. La prima borsa è, infatti, quella di Trieste del 1755. Segue la Borsa di Napoli del 1778, quindi quelle di Roma (1802) e Venezia (1806). La Borsa di Firenze è istituita, come quella di Milano, nel 1808. Seguono le borse di Palermo (1842) e di Bologna (1861).

collegata all'esperienza francese. È poi accettata dalla politica legislativa degli Stati italiani preunitari, ma il suo valore ideologico cambia. Mentre l'illuminismo considera il codice come strumento di modificazione della società per rispondere alle esigenze della classe dominante dell'epoca, quella borghese, nel periodo della restaurazione si vede, invece, nel codice l'espressione dei principi esistenti della convivenza civile, il mezzo operativo per dettare una disciplina chiara e semplice rispetto al diritto esistente.

Il primo Stato italiano a dotarsi di codici propri è il Regno delle due Sicilie, il quale copia i codici francesi, adattandoli alle esigenze della restaurazione. Tale codificazione[5], che ha vita assai breve (2 anni), reca, infatti, una disciplina delle borse pressoché identica a quella del codice di commercio francese[6]. Dopo il Congresso di Vienna, al Lombardo-Veneto è esteso il codice civile austriaco, ma è mantenuto in vigore il codice di commercio francese, in Lombardia fino al 1859 e in Veneto fino al 1866. Nello Stato Pontificio il Regolamento provvisorio di commercio (1821) riproduce la normativa francese.

Nello Stato sabaudo, il sovrano fa inizialmente abrogare i codici francesi e ripristina le Regie Costituzioni del 1770. Carlo Alberto reintroduce, quindi, una codificazione di tipo francese. Del 1842 è, appunto, il codice di commercio albertino, che riproduce, pressoché integralmente, anche per l'istituto delle borse (Tit. IV, artt. 71-93), la disciplina del codice di commercio francese[7].

La borsa è definita, ancora una volta sulla falsariga del codice francese, come «la riunione dè commercianti, capitani di bastimento, agenti di cambio e sensali che ha luogo con autorizzazione del Re [il codice francese reca la locuzione "sotto l'autorità

[5] *Codice per lo Regno delle due Sicilie del 31 marzo 1819*, Testo pubblicato a cura dello stabilimento tipografico D. Capasso, Napoli 1846.

[6] *Parte quinta, Leggi di eccezione per gli affari di commercio*, artt. 66-86.

[7] Sulla disciplina delle borse contenuta nel codice di commercio albertino e sul raffronto di essa con quella, pressoché coincidente, contenuta nel codice francese, cfr. A. Bronzini, *Studi elementari di diritto commerciale applicati al codice di commercio col confronto del codice francese e delle leggi posteriori ad uso del foro e del commercio*, Torino 1845. In sintesi, l'istituzione della borsa è subordinata ad autorizzazione regia e l'attività di mediazione è riservata agli agenti di cambio e sensali nominati dal sovrano. I corsi dei titoli sono accertati dagli agenti di cambio e sensali secondo quanto previsto dai regolamenti di borsa.

del governo", ma la sostanza è la stessa] in quelle città e con quei regolamenti che stima convenienti»; analogamente, gli agenti di cambio sono nominati «con provvisione sovrana».

2. *Il codice di commercio del 1865*

La prima disciplina sulle borse dello Stato unitario è contenuta nel codice di commercio del 1865[8], nell'art. 2 della legge sulle camere di commercio n. 620/1862[9] e, per quanto attiene all'ordinamento interno delle borse, nei regolamenti speciali emanati dalle camere di commercio medesime.

Tale disciplina conferma il modello di organizzazione delle borse valori di stampo pubblicistico, introdotto dal codice di commercio francese e ripristinato, come visto, da quello albertino.

Infatti, la nuova disciplina: *a)* prevede, anch'essa, la necessità di un decreto reale sia per l'istituzione delle borse (art. 28, comma 2: «la borsa dev'essere autorizzata per decreto reale») sia per la nomina degli agenti di cambio, pubblici mediatori (artt. 32 e 37)[10]; *b)*

[8] Nel Tit. III, capi I e II, concernenti, rispettivamente, le borse di commercio e gli agenti di cambio e sensali.

[9] Ai sensi dell'art. 2, comma 2, l. n. 680/1862, «le Camere di Commercio e Arti: [...] d) avranno nella loro dipendenza le Borse di commercio e ne faranno le spese; e) eserciteranno rispetto agli agenti di cambio, mediatori e periti le attribuzioni risultanti da leggi speciali che reggono l'esercizio di essi».

[10] Cfr. A. Pistolesi, voce *Mediatore-Mediazione*, in *Il Digesto Italiano*, XV, parte II, Torino 1904-11, pp. 11 s. Il codice del 1865 lascia in piedi, per le altre specie di mediazione, il principio di libertà accolto nel vigore del codice di commercio albertino del 1842: poco dopo l'approvazione di quest'ultimo viene, infatti, promulgata la l. 8 agosto 1848, con cui si adotta un sistema misto, che mantiene il privilegio del monopolio per gli agenti di cambio (art. 2), mentre per gli altri mediatori ammette anche l'opera di quelli non autorizzati (art. 3), cui però non sono attribuiti gli obblighi, i divieti e le prerogative dei mediatori pubblici (art. 4). La disciplina recata dal codice del 1865, si legge nella relazione del guardasigilli, è il prodotto del coordinamento tra le norme del codice di commercio albertino dedicate alle borse e le disposizioni della citata legge sui mediatori e sensali dell'8 agosto 1854: «nel terzo [titolo] poi che discorre delle Borse di commercio, degli agenti di cambio e dei sensali si sono coordinate con il relativo titolo del codice di commercio albertino le disposizioni della legge 8 agosto 1854 sui mediatori e sui sensali, intese a circondare di efficaci guarentigie il ministero di costoro, che possono ben qualificarsi gli ufficiali pubblici del commercio. Nel che fare si è

impone, a pena di nullità, la stipulazione dei contratti di borsa per mezzo degli agenti di cambio (art. 35, comma 2), considerati mediatori puri; *c)* vieta agli agenti di cambio, oltreché di riunirsi in società per l'esercizio della mediazione (art. 55), di compiere operazioni di commercio o di banca per conto proprio (art. 53, comma 1); *d)* conferma la vigilanza sugli agenti alle camere di commercio (art. 52, u.c.). A queste ultime compete anche la determinazione delle tariffe per i compensi degli agenti (art. 57) e su di esse fa carico l'onere, previsto dalla citata legge del 1862, di fornire alle borse i servizi e le strutture necessari per il loro funzionamento.

Il codice del 1865, successivo all'istituzione delle principali borse del Regno, si sovrappone, però, a una realtà già esistente nei singoli Stati preunitari, in maniera talvolta «distonica» rispetto alla disciplina locale. È il caso della libertà d'ingresso in borsa. L'art. 31 del codice vieta l'accesso ai locali della borsa ai soli commercianti falliti non riabilitati e ai pubblici mediatori interdetti o sospesi. Salvo quest'unico caso, l'accesso è libero. Il principio entra in conflitto con le barriere all'entrata previste nei singoli regolamenti locali.

Le camere di commercio, pur essendo organismi pubblici, sono gestite dalle banche e dalle imprese, ma da esse sono esclusi gli agenti di cambio, per la semplice ragione che essi non rivestono la qualifica di commercianti[11].

Come correttamente rilevato,

> il modello si fonda dunque su un'organizzazione pubblica della borsa, imperniata formalmente sul monopolio delle negoziazioni in capo agli

posta da canto quella parte di esse disposizioni relativa alle condizioni di ammissibilità ad esercitare l'ufficio di mediatore o sensale, le quali possono variare per nuove circostanze di tempo e per mutamenti economici, e trovare quindi sede più acconcia in regolamenti o leggi speciali, e vennero opportunamente introdotte quelle altre che riflettono i diritti e i privilegi loro concessi, gli obblighi loro ingiunti, le pene inflitte alle trasgressioni in cui cadessero nell'esercizio del proprio ministero; lasciando nonpertanto incolume, in omaggio al principio di libertà, il disposto dell'articolo 3 di detta legge, pel quale, salvo il delicato ufficio di agente di cambio, le altre specie di mediazione possono essere esercitate anche da chi non abbia qualità di pubblico mediatore, se ne venga richiesto da privato cittadino, e l'incarico non derivi da legge o da sentenza di tribunale».

[11] L'art. 11, l. n. 680/1862 prevede che sono elettori e eleggibili, «tutti gli esercenti commerci, arti od industrie, capitani marittimi [...]; i capi-direttori di stabilimenti ed opifici industriali ed i gerenti di società anonime e in accomandita [...]».

agenti di cambio, anche se i servizi sono forniti da una struttura dominata da banche e imprese. E tra banche e agenti si realizza, quasi subito, un facile compromesso, che inciderà negativamente sul futuro della borsa valori. Le negoziazioni sui valori mobiliari, e soprattutto quelle relative alle azioni e alle obbligazioni delle società industriali, avvengono nelle "private case dei commercianti", "nei privati studi dei banchieri", e sono solo formalmente concluse in borsa, con salvezza del monopolio degli agenti di cambio; in questo modo si provoca una emarginazione sostanziale del mercato borsistico dal finanziamento delle imprese, con una forte accentuazione del ruolo delle banche. Effetto, quest'ultimo, favorito anche dall'obbligo per gli agenti di operare solo come brokers, e cioè con il divieto di operare in proprio e di svolgere una qualunque altra attività di intermediazione. Si impedisce così la nascita di intermediari di mercato mobiliare polifunzionali e di dimensioni sufficienti per contendere alle banche il monopolio della intermediazione[12].

Nel pieno della fase speculativa del mercato negli anni 1871-73, vede la luce (1872) la relazione redatta dalla Commissione Villapernice per lo studio delle borse valori nel Regno, che suggerisce: *a)* di mitigare l'impostazione liberista del codice del 1865, facendo confluire nella legge nazionale le restrizioni previste dai regolamenti locali di borsa; *b)* di assimilare l'agente al ruolo di commissionario; *c)* di aumentare il controllo pubblico sugli agenti o sulla borsa per evitare il verificarsi di conflitti d'interesse con i clienti; *d)* di ammettere i contratti a termine[13]. Il disegno delineato nella relazione non ha, tuttavia, alcun seguito.

[12] R. Costi, *Il mercato mobiliare*, Bologna 2010, p. 20.

[13] Sui lavori della Commissione presieduta da Villapernice, cfr. S. Baia-Curioni, *Regolazione e competizione. Storia del mercato azionario in Italia (1808-1938)*, Bologna 1995, pp. 112 ss., per il quale «il quadro progettuale enunciato dai lavori della commissione [...] risponde in gran parte alla logica e ai principi del localismo e compie il tentativo di imporne direttamente l'adozione all'interno del quadro legislativo nazionale»; elemento innovativo è ritenuto il tema dei contratti a termine: «abbandonare il principio della contrattazione a contanti significa infatti abbandonare uno dei capisaldi della regolazione antispeculativa», arrivando così «a separare l'obiettivo di controllare i mercati dalla soluzione classica di imporre vincoli contrattuali alla speculazione»; la Commissione non scioglie il nodo dello statuto degli agenti di cambio, pur riconoscendone la natura di veri e propri commissionari, «non arriva a proporre un sistema di regole che [...] consenta una maturazione del settore dell'intermediazione specializzata».

Nel frattempo, l'effervescenza dei mercati dimostra che l'uso dei contratti a termine è divenuto una pratica irrinunciabile, tanto da indurre il governo a riconoscerne la liceità, al fine di sottoporli a tassazione; il disegno di legge che ciò prevede incontra, però, l'opposizione degli agenti di cambio e dei banchieri, che ne ritardano l'approvazione; cosicché, quando il 14 giugno 1874 la legge è approvata, i corsi dei titoli raggiungono il culmine della depressione e per un biennio i mercati ufficiali spariscono[14]. La legge del 1874 è quindi sostituita dalla legge 13 settembre 1876, che sostituisce alla tassa graduale ivi prevista una tassa fissa, senza però intaccare l'impianto della disciplina previgente[15].

Del 4 febbraio 1877 è la relazione della Commissione Ellena[16], che propone la completa liberalizzazione della professione di agente di cambio. Nel frattempo la giurisprudenza[17] assimila i contratti a termine al gioco, vanificando la portata della legge del 1874 che ne aveva riconosciuta la liceità. Al disegno liberista della Commissione Ellena fanno opposizione i poteri locali delle borse. Lo scontro si trasferisce in sede di redazione del nuovo codice di commercio, che sancisce una sorta di compromesso tra l'impostazione liberista dello Stato centrale e le resistenze localistiche.

3. *Il regolamento per l'esecuzione del codice di commercio del 1882*

3.1. *Il localismo e l'articolazione dei poteri pubblici*

Le nuove disposizioni sulle borse sono previste dal regolamento per l'esecuzione del codice di commercio del 1882 (r.d. 27 dicembre 1882, n. 1139), avente forza di legge, perché emanato dal governo a seguito di delega legislativa (l. 2 aprile 1882, n.

[14] Baia-Curioni, *Regolazione e competizione* cit., pp. 115 ss.

[15] Sulla disciplina della tassazione dei contratti di borsa, cfr. diffusamente G. Bianchini, *Borsa (operazioni di)*, in *Enciclopedia Giuridica Italiana*, II, parte I, Milano 1911, pp. 1317 ss.

[16] Baia-Curioni, *Regolazione e competizione* cit., pp. 119 ss.

[17] Corte d'appello di Genova del 1878, convalidata da Cass. Torino del 1879.

681)[18]. Oltre che nel citato regolamento di esecuzione del codice di commercio del 1882 e nei regolamenti speciali adottati dalle camere di commercio, avvalendosi dei poteri a esse conferiti dall'art. 25 del regolamento stesso, disposizioni sulle borse sono contenute poi anche nella citata legge 6 luglio 1862 sulle camere di commercio[19].

Rispetto al codice di commercio del 1865, la nuova disciplina è «improntata [...] al decentramento della regolazione in favore delle autorità locali»; inoltre «l'attività di mediazione in borsa» è «considerata un'attività libera e quindi priva di barriere all'entrata e agli agenti di cambio» è «consentito di operare sia in conto proprio che in conto terzi»[20]; «gli agenti di cambio non solo perdono ogni sostanziale privilegio nelle contrattazioni, ma sono considerati, per la prima volta, mercanti, possono agire [...] come commissionari assumendosi la responsabilità dell'esito delle operazioni compiute, e non è loro esplicitamente proibito di operare in proprio»[21].

[18] Cfr. S. Castagnola, *Il nuovo codice di commercio italiano*, Torino 1882, p. 31, il quale rileva che «il nuovo codice tralascia di occuparsi delle borse di commercio, giacché le medesime non appartengono al diritto privato, che soltanto forma l'oggetto del codice di commercio, e invece detta soltanto le sue prescrizioni per i mediatori». Un'ulteriore ragione dell'espunzione dal codice della disciplina delle borse viene ravvisata nella circostanza che «essendo ora cessato il divieto di negoziare le carte di pubblico credito fuori borsa, non sembra che sussista alcun motivo per conservare nel codice quelle disposizioni puramente regolamentari, tanto più che il luogo della stipulazione non dà maggior carattere giuridico agli affari conchiusi in borsa, e che neppure sempre si fanno in borsa i corsi degli effetti pubblici»; onde non nasca il dubbio che l'istituzione delle borse sia disconosciuta dal codice, viene approvato l'art. 2 del codice stesso, secondo cui «le borse di commercio, le fiere ed i mercati, i magazzini generali, i punti franchi e gli altri istituti che servono al commercio sono governati da leggi speciali e da regolamenti», ivi, p. 201, dove sono riportati, in proposito, gli atti della Commissione. Non viene, tuttavia, adottata una legge speciale sulle borse, ma a ciò si supplisce con il Tit. II, capo I, del regolamento per l'esecuzione del codice di commercio.

[19] Sull'ordinamento delle borse dell'epoca, cfr., in generale: Papa-D'Amico, *Borsa di commercio* cit., pp. 914 ss.; C. Vivante, *Trattato di diritto commerciale*, Torino 1893, I, pp. 130 ss.; E. Vidari, *Corso di diritto commerciale*, Milano 1893, I, pp. 382 ss.; G. Bianchini, *Borse di commercio*, in *Enciclopedia Giuridica Italiana* cit., II, parte I, pp. 1347 ss.; U. Navarrini, *Trattato teorico-pratico di diritto commerciale*, Torino 1913, I, pp. 130 ss.

[20] G. Siciliano, *La regolamentazione delle borse valori in Europa e negli USA agli inizi del Novecento*, in «Rivista di storia economica», fasc. 2, agosto 2002, p. 132.

[21] S. Baia-Curioni, *Evoluzione istituzionale della borsa valori in Italia dal*

Non vengono, ovviamente, meno i controlli pubblici, ma lo spostamento verso un modello localistico è evidente[22].

La nuova disciplina conferma la necessità dell'autorizzazione governativa, già prevista dal codice di commercio del 1865[23], ma anche per la fase istitutiva introduce una variazione significativa in senso, appunto, localistico. L'art. 13 del regolamento per l'esecuzione del codice di commercio del 1882 prevede, infatti, che «le borse di commercio sono» sì «autorizzate con regio decreto», come nel codice del 1865, ma «sopra proposta della camera di commercio, nella cui circoscrizione si vogliono istituire». Anco-

1918 alla vigilia della legge bancaria del 1936, in *Ricerche per la storia della Banca d'Italia*, Bari 1994, V, p. 161.

[22] Costi, *Il mercato mobiliare* cit., p. 21.

[23] Per una panoramica delle ragioni addotte all'epoca a favore della libertà delle borse ovvero della necessità dell'autorizzazione pubblica e delle legislazioni vigenti negli altri paesi, cfr. Vivante, *Trattato di diritto commerciale* cit., p. 294, nota 1. In particolare, a favore della libertà delle borse vengono addotte le seguenti argomentazioni: «che si deve concedere ai negozianti quella libertà di riunione e di associazione che si consente a ogni cittadino»; «che le sole autorità locali, meglio ancora l'interesse dei commercianti, è il miglior giudice dell'opportunità di aprirle»; «che non v'è a temere si moltiplichino soverchiamente perché questa tendenza trova naturalmente un freno nelle spese di mantenerle»; «che si può imporre con una sola legge a tutte le borse esistenti un sistema eguale per la formazione dei listini ufficiali anche senza subordinarne l'esistenza al beneplacito del governo»; «che l'esperienza insegna come accanto alle borse autorizzate se ne formino altre ove se ne manifesti il bisogno con la tolleranza dello stesso governo». A tali ragioni viene opposto: che l'utilità dell'autorizzazione è da ricollegarsi al fatto che «i principali affari delle borse hanno per oggetto i titoli del debito pubblico»; che «l'interesse generale esige che i listini dei prezzi siano regolati da norme uniformi»; che «è opportuno per la tutela della buona fede, e come mezzo di rappresaglia, che la quotazione dei titoli esteri dipenda dalla sua concessione»; che è «opportuno impedire che si formino listini contraddittori nella medesima piazza». L'autorizzazione governativa è richiesta in Francia (cod. comm. art. 71), in Portogallo (cod. comm. art. 82 ss.), in Germania (legge imperiale del 22 giugno 1896) e in Austria (l. 4 aprile 1975, § 1); in Inghilterra, invece, non esiste una legislazione sulle borse e queste ultime sono costituite da associazioni autonome; non essendo le borse luoghi pubblici, vi possono entrare soltanto i commercianti o mediatori che ne siano soci; in Spagna l'istituzione è libera, ma il governo si riserva il diritto di riconoscere i listini (cod. comm. art. 65; reg. 31 dicembre 1885); in Belgio la l. 30 dicembre 1867 innova la previgente legislazione francese sottraendo le borse alla vigilanza governativa, proclamando la più ampia libertà al riguardo e affidando la polizia di borsa all'autorità comunale (così pure in Olanda: cod. comm. artt. 59-61).

ra, «il decreto d'autorizzazione indica per ciascuna borsa, secondo le proposte della camera di commercio, quali specie di contrattazioni vi si possono eseguire».

L'attribuzione alle locali camere di commercio della facoltà di proporre l'istituzione della borsa va collegata al fatto che a esse già ne spetta l'alta direzione e su di esse già incombe l'onere di sostenerne le spese, ai sensi dell'art. 2 della citata legge 6 luglio 1862, n. 620. La direzione delle borse è esercitata dalle camere di commercio secondo le norme del regolamento generale del 1882 e mediante l'adozione di regolamenti speciali da esse adottati e sottoposti all'approvazione del ministro di Agricoltura, industria e commercio (art. 25 del regolamento generale). I regolamenti speciali si limitano, tuttavia, all'esecuzione del regolamento generale[24]. Ai presidenti delle camere di commercio è attribuito il potere di «adottare provvedimenti straordinari e urgenti per il regolare andamento della borsa» (art. 23 reg. esec.).

Il controllo sulle borse è attribuito, invece, alle deputazioni di borsa, introdotte dalla nuova disciplina e nominate dalle camere di commercio: così dispone l'art. 21, all. 1 del regolamento generale, secondo cui la deputazione, nominata annualmente dalla camera di commercio, sorveglia la borsa e provvede all'esecuzione dei regolamenti. Contro le deliberazioni della deputazione è ammesso ricorso alla camera di commercio il cui giudizio è definitivo (art. 21, all. 2 e 3, del regolamento). La deputazione ha poi competenze specifiche in materia di esclusione delle persone dai locali della borsa (pronuncia, cioè, l'esclusione dalla borsa per le cause che non operano automaticamente) e di ammissione dei titoli a quotazione (dà il proprio parere alle camere di commercio per l'ammissione dei titoli degli enti morali e delle società per azioni e delle merci) e può esserle deferito l'amichevole componimento delle questioni insorte tra gli agenti di cambio in conseguenza dei contratti conclusi in borsa (artt. 15, 16 e 22 del regolamento).

Alla deputazione si affianca il sindacato dei mediatori, organo di autocontrollo degli agenti di cambio (art. 40 reg. esec.). Il sindacato dei mediatori è competente principalmente all'accertamento dei corsi e, in tale sua veste: *a)* riceve dai mediatori iscrit-

[24] Così Papa-D'Amico, *Borsa di commercio* cit., p. 923-*bis*.

ti le dichiarazioni dei contratti eseguiti; *b)* si fa presentare i libri dei mediatori iscritti per verificare se abbiano fatto le dichiarazioni loro ordinate; accerta i corsi sulla base delle dichiarazioni anzidette; *c)* comunica ai ministri dell'Agricoltura, industria e commercio e al ministro del Tesoro il listino ufficiale dei corsi del consolidato italiano[25].

3.2. *L'agente di cambio commerciante*

Venuto meno il divieto per gli agenti di cambio di compiere in proprio atti di commercio, agli stessi è riconosciuta la natura di commercianti. Dopo una prima pronuncia negativa della Corte d'appello di Roma[26], la Cassazione[27] afferma, infatti, sulla scorta delle ragioni addotte dalla dottrina[28] il principio che gli

[25] Il sindacato dei mediatori, inoltre: deposita nella segreteria della camera di commercio i libri dei mediatori defunti, interdetti o cancellati dal ruolo; dà il proprio avviso sulla tariffa che deve compilare la camera di commercio delle mercedi dovute ai mediatori iscritti per le operazioni da essi fatte in borsa; dà il proprio avviso alla camera di commercio prima che questa deliberi la cancellazione dal ruolo di un mediatore; vigila affinché i mediatori iscritti non escano dai limiti delle loro facoltà; denuncia alla deputazione di borsa i contravventori alle leggi e ai regolamenti riguardanti l'esercizio della mediazione; fa conoscere al ministro dell'Agricoltura, industria e commercio e alle intendenze di finanza il numero dei contratti soggetti a tassa di bollo stipulati con il Ministero dei mediatori; compie ogni altro ufficio affidatogli dai regolamenti speciali.

[26] Sentenza del 4 luglio 1892, in «Foro it.», I, 1892, p. 829, che nega all'agente di cambio la natura di commerciante per i seguenti motivi: «1° attesoché sia dalle formalità prescritte per la nomina ed iscrizione in ruolo degli agenti di cambio, sia dall'obbligo della cauzione, sia dalla natura delle funzioni alle quali sono destinati, sia dai doveri loro imposti nell'esercizio delle loro attribuzioni, sia ancora dai diritti e privilegi di cui godono, emerge abbastanza chiaro il concetto che essi rivestono in realtà la qualità di pubblici ufficiali; 2° attesoché quando pure non si credesse di attribuire agli agenti di cambio la veste di pubblici ufficiali, è evidente che non potrebbero considerarsi come veri e propri commercianti, non correndo eglino nelle loro operazioni alea di sorta, ma dovrebbero piuttosto ritenersi come professionisti, essendo limitato il loro lavoro al diritto di mediazione, stabilito da apposita tariffa».

[27] Cass. Roma, 5 gennaio 1893, in «Foro it.», I, 1893, p. 113.

[28] Vidari, *Corso di diritto commerciale* cit., p. 179, il quale critica la sentenza della Corte d'appello di Roma per i seguenti motivi: se gli agenti di cambio hanno attribuzioni pubbliche non si può peraltro dire che siano anche pubblici ufficiali; ove anche fossero pubblici ufficiali, la legge, consentendo loro di esercitare il commercio, non impedisce comunque il cumulo nella stessa persona della natura

agenti di cambio sono commercianti[29]. «La possibilità concessa agli agenti di cambio di operare anche per conto proprio e, più in generale, il principio della libertà di mediazione» consentono «la nascita di banche specializzate e di società finanziarie, le quali, insieme alle grandi banche miste», promuovono «l'emissione e il collocamento in borsa delle azioni e delle obbligazioni societarie; una borsa oramai nazionale e unitaria grazie anche ai collegamenti che le trasmissioni telegrafiche» assicurano «fra le varie borse locali. Tutto ciò» fa sì «che negli anni 1903-06 la massima parte del capitale azionario italiano» sia «rappresentata da azioni quotate in borsa»[30].

3.3. *La disciplina sostanziale: ingresso in borsa, ammissione dei titoli a quotazione, formazione del listino*

Non è prevista, diversamente dal codice di commercio del 1865, una definizione legale di borsa. Le borse sono, piuttosto, definite dalla dottrina quali centri di riunione per agevolare la conclusione degli affari e tutelare gli interessi dei commercianti, centri di pubblicità commerciale, luogo di formazione degli usi commerciali[31], soprattutto luoghi in cui viene accertato il corso dei titoli tramite la formazione dei listini.

La borsa è, in ogni caso, un'istituzione pubblica e ciò comporta che essa sia aperta al pubblico, potendovi accedere tutte le persone capaci[32]. È, quindi, previsto che abbiano ingresso in borsa

di pubblico ufficiale e di commerciante; non è vero che gli agenti di cambio non corrono nessuna alea nelle loro operazioni; la corrono, eccome, se non dichiarano a un contraente il nome dell'altro, in quanto in tal caso rispondono personalmente della esecuzione del contratto; le operazioni di mediazione sono reputate atti di commercio e gli agenti di cambio esercitano le medesime per professione abituale.

[29] In senso conforme decide la Corte d'appello di Genova il 22 gennaio 1895, in «Dir. comm.», XIII, 1895, p. 244. Sulla questione, cfr. in generale Papa-D'Amico, *Borsa di commercio* cit., p. 927-*bis*.

[30] Costi, *Il mercato mobiliare* cit., p. 21.

[31] Gli usi di borsa, di regola, non sono considerati come vere raccolte di usi mercantili, aventi cioè forza di legge ai sensi dell'art. 1 cod. comm., in quanto non sorti dalla pratica concorde e spontanea dei commercianti, ma compilati dalle camere di commercio allo scopo di regolare il buon andamento delle borse: Vivante, *Trattato di diritto commerciale* cit., p. 297.

[32] Vidari, *Corso di diritto commerciale* cit., p. 384. Laddove, invece, le borse

tutti quelli che sono capaci di obbligarsi (art. 14 reg. esec.). Non possono, invece, entrare in borsa (art. 14 reg. esec.): i falliti; i condannati per reati contro la fede pubblica o la proprietà, relativi al commercio, alle manifatture, alle arti, alla libertà dei pubblici incanti, per reati di sottrazione commessi da ufficiali o depositari pubblici, concussione e corruzione di pubblici ufficiali; coloro che, sebbene non dichiarati falliti, abbiano notoriamente mancato ai loro impegni commerciali; coloro che esercitino in borsa l'ufficio di mediatore senza aver ottenuto il certificato di iscrizione nel ruolo. Possono, inoltre, essere allontanati dalla borsa coloro che trasgrediscono i regolamenti, turbano il buon ordine o offendono la dignità dell'istituto. Le prime due cause di esclusione operano automaticamente; le ultime due e l'allontanamento sono pronunciati, invece, dalla deputazione di borsa (art. 15 reg. esec.).

Sono ammessi di diritto a quotazione i titoli del debito pubblico dello Stato, i titoli di società private garantiti dallo Stato, le cartelle di credito fondiario italiane, i titoli cambiari (art. 16, comma 1, reg. esec.). I titoli degli enti morali e delle società per azioni e le merci sono ammessi alla quotazione con delibera della camera di commercio, sentita la deputazione di borsa (art. 16, comma 2, reg. esec.)[33]; per i valori esteri è necessaria l'autorizzazione governativa (art. 16, comma 3, reg. esec.).

sono considerate alla stregua di libere associazioni di commercianti e mediatori, vi possono entrare soltanto gli iscritti.

[33] Si pone la questione se, per l'ammissione a quotazione dei titoli, non sia preferibile sentire il sindacato dei mediatori, anziché la deputazione, essendo il sindacato quello più informato dei bisogni del mercato; a tale argomento viene opposto «che i membri del sindacato, composto di agenti di cambio, possono avere particolari interessi favorevoli o contrari alla quotazione in borsa di un titolo o alla sua esclusione, e che la deputazione, composta pur essa di persone che degli affari di borsa debbono essere completamente al giorno, si trova meglio in grado di giudicare imparzialmente della opportunità di ammettere un titolo alla quotazione. Tuttavia, poiché sta pur sempre che l'avviso del sindacato può avere una particolare importanza, sarebbe forse opportuno che la camera di commercio, per ammettere un titolo alla quotazione, avesse a sentire il parere così della deputazione come del sindacato [...]», Papa-D'Amico, *Borsa di commercio* cit., p. 924-*bis*. Come si vedrà in prosieguo, l'art. 11, comma 2, della l. n. 272/1913 prevede che i titoli non ammessi di diritto alla quotazione sono ammessi in borsa «con deliberazione della camera di commercio, sentita la deputazione e il sindacato di borsa».

I corsi dei titoli, determinati in base ai contratti conclusi giornalmente in borsa, costituiscono il listino ufficiale della borsa (art. 17 reg. esec.). Il tempo e i modi dell'accertamento, non previsti dal regolamento generale, sono rimessi ai regolamenti speciali di ciascuna borsa (art. 18 reg. esec.)[34].

La formazione del listino è riservata al sindacato dei mediatori in base alle dichiarazioni consegnate dai mediatori iscritti sui contratti conclusi in borsa, aventi a oggetto titoli ivi ammessi a quotazione (art. 16 reg. esec.), «tanto se hanno per iscopo il pagamento delle differenze, come la consegna reale dei titoli e delle merci»[35]; non però ove i contratti siano simulati[36]; il corso dei titoli deve risultare da una serie di contrattazioni e non da una negoziazione sola o da poche negoziazioni compiute a lunghi intervalli[37]. I listini originali, sottoscritti dal presidente del sindacato dei mediatori, sono depositati presso la camera di commercio, che ne rilascia estratti o certificati autentici (art. 19 reg. gen.). Compilato da pubblici ufficiali, il listino è considerato atto pubblico[38], «onde non si può combattere quanto da esso risulta se non coll'iscrizione in falso»[39].

La dottrina dell'epoca, pur sottolineando l'importanza del listino ufficiale per l'esercizio del commercio, in quanto «[...] determina l'indirizzo e i limiti della speculazione e della produzione [...] rende più facili i contratti sulle merci e sui titoli, che allorquando sono quotati nei listini godono di una disciplina giuridica propria ad agevolarne la circolazione [...] agevola la liquida-

[34] Sulla disciplina della formazione dei listini recata dal regolamento della Borsa valori di Roma e sulle differenze rispetto a essa rinvenibili negli altri regolamenti speciali di borsa, cfr. Papa-D'Amico, *Borsa di commercio* cit., p. 925-*bis*.

[35] Vivante, *Trattato di diritto commerciale* cit., p. 298; Cass. Torino, 25 febbraio 1885, in «Monit. trib. mil.», 1885, p. 472.

[36] Vivante, *Trattato di diritto commerciale* cit., p. 298, nota 9.

[37] Corte d'appello di Genova, 17 maggio 1879, in «Eco», 1879, p. 270.

[38] Cass. Roma, 11 gennaio 1910, in «Dir. comm.», 2, 1910, p. 347.

[39] Navarrini, *Trattato teorico-pratico di diritto commerciale* cit., p. 138; Corte d'appello di Genova, 26 marzo 1912, in «Società per azioni», 1912, p. 103. Dimostrata, in seguito all'iscrizione di falso, l'erroneità del listino, il danneggiato può richiedere il risarcimento non al sindacato dei mediatori che non è considerato persona giuridica (*contra*, Tribunale e Corte d'appello di Genova, sentenze rispettivamente del 5 aprile 1910, in «Dir. comm.», 2, 1910, p. 136, e del 26 marzo 1912, in «Società per azioni», 1912, p. 103), ma ai singoli componenti del sindacato dei mediatori.

zione volontaria o coattiva degli affari»[40], ne lamenta, peraltro, la scarsa significatività, perché non tiene conto di tutti i contratti, ma solo di quelli conclusi in borsa per mezzo degli agenti di cambio[41]. Tale realtà non può, sempre secondo la dottrina, esse-

[40] Vivante, *Trattato di diritto commerciale* cit., p. 299.

[41] «Se nel compilare quei listini si potesse tener conto di tutti i contratti che si stipulano nella piazza, essi rappresenterebbero davvero il prezzo corrente, il prezzo medio dei valori e delle merci. Le recenti riforme legislative fatte fuori d'Italia in questa materia sono appunto notevoli per lo sforzo con cui si cercò di formare il listino ufficiale dei prezzi desumendolo dal maggior numero possibile di contratti [...]. E tale era il consiglio che da ogni parte si dava ai compilatori del nostro codice. Invece l'accertamento dei corsi fu compilato così imperfettamente, che il listino ufficiale riesce molte volte menzogna ufficiale. Imperocché esso viene compilato dal sindacato dei mediatori iscritti tenendo conto dei soli contratti conclusi in borsa con il loro mezzo, benché i mediatori iscritti formino una classe assai ristretta in paragone di quella sempre crescente dei liberi mediatori [...]. Così tutti i contratti che si stipulano direttamente fra commercianti o con il mezzo di liberi mediatori, e sono in numero maggiore, non sono presi in considerazione nel determinare il listino ufficiale dei prezzi. La cui autorità scema ancor di più, se si pensa che il nuovo codice liberò i mediatori, ed ebbe certamente ragione, dal divieto di esercitare il commercio per proprio conto, per cui possono avere talvolta un interesse ad alterare la verità. Né si deve dimenticare che la facoltà conceduta alla camera di commercio e al sindacato dei pubblici mediatori di farsene presentare i libri per verificare le loro dichiarazioni resta in pratica lettera morta, perché ragioni di delicatezza professionale rendono ben raro l'esercizio di quella facoltà. Così la formazione dei listini di borsa è per lo più abbandonata alla discrezione di poche persone senza un vero riscontro», Vivante, *Trattato di diritto commerciale* cit., pp. 300 s.; cfr. anche Papa-D'Amico, *Borsa di commercio* cit., pp. 924-*bis* s., il quale rileva, tra l'altro, che «la presenza nel sindacato di un deputato di borsa permetterebbe di eliminare un inconveniente dell'ordinamento attuale, quello cioè che, per la facoltà che il sindacato ha di farsi presentare i libri dei mediatori inscritti per verificarne le dichiarazioni, dei mediatori vengano a conoscere le operazioni di altri mediatori. Tale facoltà, quando il sindacato fosse, nelle operazioni di cui è parola, presieduto da un deputato, potrebbe essere riservata alla sola deputazione, e così il lamentato inconveniente verrebbe ad essere eliminato»; con decreto 9 giugno 1907 viene, in effetti, previsto che un membro della deputazione di borsa debba intervenire nel sindacato dei mediatori per l'accertamento dei corsi; pur riconoscendo i meriti di tale intervento normativo Navarrini, *Trattato teorico-pratico di diritto commerciale* cit., p. 140, lo ritiene tuttavia insufficiente e lamenta l'inerzia del legislatore pur a fronte della constatazione evidente che, «basandosi la compilazione dei listini soltanto sulle contrattazioni fatte in borsa per mezzo dei pubblici mediatori, non possono quei documenti rappresentare il vero prezzo di mercato dei valori che comprendono»; secondo l'autore a tale inconveniente potrebbe rimediarsi affidando «quelle mansioni che [...] sono affidate al sindacato [...] ad una commissione composta di mediatori iscritti, di banchieri, di

re ignorata nell'interpretazione della legge. Si propone, perciò, di tener distinte due ipotesi: *a)* «il commerciante che pur conoscendo la poca verità dei listini di borsa si riporta ad essi per determinare il prezzo di una merce, sa necessariamente di correre un'alea che gli può riuscire tanto favorevole che sfavorevole, e se le sue speranze sono deluse non v'è ragione per alterare la base del contratto»[42]; *b)* per i contraenti che non abbiano espresso l'intenzione di richiamare un determinato listino, occorre, invece, poter provare diversamente il prezzo effettivo dei titoli[43].

4. *Gli interventi normativi successivi al regolamento di esecuzione del codice di commercio del 1882 e i progetti di riforma delle borse*

Interventi normativi successivi al regolamento di esecuzione del codice di commercio del 1882 non modificano l'impianto della disciplina da esso delineata, ma intervengono solo su alcuni specifici aspetti.

commercianti; la maggiore larghezza di notizie che così potrebbero venir raccolte in campi diversi, darebbe quell'affidamento più sicuro che, logicamente, deve ritenersi in questa materia assolutamente indispensabile».

[42] Cass. Torino, 25 febbraio 1885, in «Monit. trib. mil.», 1885, p. 472.

[43] Il listino di borsa, infatti, «è un documento ufficiale dei prezzi della borsa quando è compilato dagli ufficiali che ne sono incaricati dalla legge in base ai contratti conclusi nella borsa e non può essere combattuto che con l'iscrizione in falso (art. 17 R.E.). Ma quando lo si adopera come un mezzo per determinare il prezzo corrente, il prezzo medio della piazza, esso serve soltanto come mezzo di prova che può essere combattuto con ogni prova contraria [...]. Lo scopo della legge fu quello di risparmiare ai contraenti delle grandi piazze la difficoltà di provare il corso medio della merce, sostituendovi la facile prova desunta dal listino di borsa. Ma il favore si ritorcerebbe in un danno se non potessero provare il vero prezzo corrente [...]», Vivante, *Trattato di diritto commerciale* cit., pp. 302 s.; *contra*: Corte Suprema di Torino, secondo cui, lo riferisce lo stesso Vivante, *Trattato di diritto commerciale* cit., p. 302, «non è lecito andare in traccia del giusto prezzo e pretendere di stabilirlo per mezzo di perizie o di testimoni, avendo la legge prescritto che per giusto prezzo si deva intendere quello che risulta dalle liste di borsa»; E. Ottolenghi, *Il codice di commercio del Regno d'Italia*, Torino 1883, I, p. 531, secondo cui «non si può ricorrere ad altri mezzi di prova, se non in mancanza di liste di borsa; la disposizione dell'art. 38 è imperativa, poiché la legge, rimettendosi alle risultanze di documenti circondati da garanzie di esattezza e precisione, volle eliminare le lunghe e spesso difficili indagini che altrimenti sarebbero a tal fine necessarie».

Il regio decreto 30 dicembre 1897, n. 554, si limita, infatti, a sostituire l'art. 20 del regolamento per l'esecuzione del codice di commercio sulla quotazione dei corsi del consolidato italiano, attribuendo la formazione della media delle quotazioni, prima spettante alla camera di commercio di Roma, al ministro di Agricoltura, industria e commercio udito il ministro del Tesoro[44].

Con il regio decreto 9 giugno 1907, n. 299, sono modificati gli artt. 16, 18 e 24 del regolamento di esecuzione del codice del 1882.

In particolare, sono introdotte modifiche alla disciplina dell'ammissione a quotazione dei titoli di società commerciali di cui all'art. 16 del regolamento di esecuzione del codice di commercio, subordinandola all'approvazione dell'assemblea generale dei soci e alla pubblicazione dei bilanci di due esercizi annuali[45].

Soprattutto, si modifica la disciplina della formazione del listino, prevedendo che un membro della deputazione intervenga nel sindacato di borsa per l'accertamento dei corsi[46].

Infine, il regio decreto 13 novembre 1907, n. 713, istituisce, per i contratti a termine (art. 1), il c.d. diritto di sconto per il quale (art. 2) «il compratore ha diritto di avere dal venditore la consegna anticipata dei titoli contro il pagamento del prezzo convenuto, purché siano trascorsi almeno sei giorni dall'ultima liquidazione di borsa»[47].

In materia fiscale, la legge 14 luglio 1887, n. 4702, si limita a raddoppiare la misura della tassa già prevista dalla legge del 1876, che, con questa modifica, resta in vigore fino alla legge sulle borse del 1913[48], che reca una nuova organica disciplina in materia.

[44] Su tale disciplina, nel testo originario dell'art. 20 del regolamento di esecuzione del commercio e in quello modificato dal r.d. n. 544/1897, cfr. Papa-D'Amico, *Borsa di commercio* cit., pp. 926 ss.

[45] Scettico sull'utilità di tali restrizioni Navarrini, *Trattato teorico-pratico di diritto commerciale* cit., p. 139, secondo il quale esse «non impediranno che società poco salde si trascinino per due anni e approvino due bilanci, onde poter ottenere la quotazione».

[46] Si sopperisce così almeno in parte all'inconveniente già segnalato dalla dottrina circa la scarsa rappresentatività del listino. Vedi *supra* nota 41.

[47] Cfr. Bianchini, *Borsa (operazioni di)* cit., pp. 1309 ss.

[48] Nel frattempo si susseguono numerosi progetti di riforma e ciò per la ragione che «specialmente la materia delle tasse apparve di buon'ora non convenientemente regolata, perché per la gravosità di esse e forse anche per un naturale attaccamento a vecchie abitudini o per l'insufficienza delle sanzio-

Il modello adottato dal regolamento di esecuzione del codice di commercio del 1882 consente una vigorosa espansione delle negoziazioni di borsa sia per la possibilità accordata agli agenti di cambio di operare in proprio sia per la nascita di intermediari specializzati incaricati del collocamento in borsa dei titoli delle società.

Risultato della liberalizzazione dell'attività di mediazione è che

> dal 1882 in poi, fino alla fine degli anni novanta, molti dei nuovi agenti di cambio sono piccoli banchieri e commissionari che diversificano le loro attività, mentre molti agenti di cambio fondano o diventano soci di società bancarie. Questa commistione, se da un lato consente la crescita delle attività degli agenti di cambio più importanti [...], dall'altro rende praticamente ingestibile l'organizzazione della borsa, che resta delegata a poteri locali a cui viene a mancare ogni possibilità di intervento[49].

Lo sviluppo del mercato evidenzia così l'inadeguatezza dell'assetto normativo.

Con decreto del Ministero di agricoltura, industria e commercio del 3 febbraio 1889 è, perciò, nominata una Commissione con

ni, in pratica esse non venivano pagate», così A. Ascoli, *La nuova legge sulle borse*, in «Riv. Dir. civ.», 1913, p. 794. Fino alla riforma del 1913 si susseguono i seguenti disegni di legge: Seismit-Doda, presentato alla Camera il 27 marzo 1890 (Camera, doc. n. 142), per il ripristino della tassa graduale, non discusso; Colombo, presentato alla Camera il 15 novembre 1891 (Camera, doc. n. 241), per la moderazione della tassa fissa, non discusso; Grimaldi, presentato alla Camera il 5 maggio 1893 (Camera, doc. n. 179), anch'esso per la moderazione della tassa fissa, non discusso; Barazzuoli, presentato alla Camera il 21 novembre 1895 (Camera, doc. n. 126), per il riordinamento delle borse e della mediazione e della tassa sui contratti di borsa, non discusso; Branca, presentato alla Camera il 14 marzo 1898 (Camera, doc. n. 257), non discusso; Carcano, presentato alla Camera il 29 novembre 1898 (Camera, doc. n. 50), non discusso; Chimirri, presentato alla Camera il 9 marzo 1901 (Camera, docc. nn. 219-223), non discusso.

[49] Baia-Curioni, *Evoluzione istituzionale della borsa* cit., p. 162, il quale così conclude sul punto: «in definitiva [...] la liberalizzazione del 1882, che corrisponde a un primo tentativo di transitare da un controllo dei soggetti a una disciplina delle attività con il riconoscimento della sostanziale sovrapposizione tra il mestiere di agente e quello di commissionario, essendo avvenuta senza la contemporanea ridefinizione dei poteri di governo centrale e locale dell'organizzazione borsistica, determina, alla vigilia dei grandi fallimenti bancari, un sostanziale decadimento dell'istituzione».

l'incarico di esaminare l'ordinamento delle borse e dei mediatori per valutarne un'eventuale riforma. La Commissione conclude, però, per il mantenimento dell'ordinamento all'epoca vigente.

Nel febbraio 1894 ha inizio, presso il predetto Ministero, lo studio di modifiche alla legislazione sulle borse, la mediazione e le tasse di borsa. Alle conclusioni di tali lavori è informato il progetto sulle borse di commercio presentato alla Camera dei deputati dal ministro stesso il 21 novembre 1895[50]. Il progetto prevede che le borse siano affidate alla vigilanza del Ministero di agricoltura, industria e commercio[51], che la esercita per mezzo delle camere di commercio, delle altre autorità indicate dalla legge e di funzionari pubblici da esso delegati; mantiene il principio secondo cui possono entrare in borsa tutti i soggetti che sono capaci di obbligarsi, ma prevede l'esclusione dalla borsa di quelli che siano stati allontanati da una borsa estera; stabilisce che le autorità preposte alla vigilanza sulle borse si comunichino reciprocamente i nomi di coloro che non possono entrare in borsa e che chi intenda entrare in borsa debba munirsi di una carta personale di ammissione rilasciata dalle camere di commercio.

5. *La legge del 1913 e il relativo regolamento di esecuzione*

5.1. *Gli organi locali di borsa e il rafforzamento dei poteri centrali*

Dal 1904 ha inizio un serrato dibattito tra agenti di cambio, camere di commercio e grandi istituti di credito sulla riforma della borsa. La crisi del 1907 trasferisce la discussione in sede gover-

[50] In *Atti parlamentari*, Legislat. XVIII, prima sessione, 1895, doc. n. 126.

[51] Sul punto cfr. Papa-D'Amico, *Borsa di commercio* cit., p. 928, il quale rileva che «se si pon mente all'alta funzione economica cui le borse sono chiamate, con il rendere facile e spedito il trasferimento di proprietà di valori e di merci; se si considera che nelle borse si negoziano in principal modo i titoli di Stato, quelli degli enti morali e di istituti di pubblico interesse; se si ha riguardo ai danni, che all'economia sociale possono derivare e derivano dalle malsane speculazioni di borsa, si troverà che il Governo ha una speciale ragione di vigilare, per quanto è possibile, sul retto funzionamento delle borse, il quale tocca così davvicino ed in così alto grado il credito dello Stato e si collega con interessi generali della più alta importanza».

nativa fino all'approdo definitivo del 1913[52]. Il progetto di legge – presentato alla Camera dei deputati prima nel maggio 1908, quindi nel luglio 1909 – è discusso e approvato dalla Camera stessa nel dicembre 1912 e dal Senato nel marzo 1913.

La legge 20 marzo 1913, n. 272, e il relativo regolamento di esecuzione, adottato con r.d. 4 agosto 1913, n. 1068[53], costituiranno, come vedremo, per la legislazione di borsa, il quadro di riferimento fino alla privatizzazione dei servizi di mercato del 1996. L'istituzione della CONSOB, nel 1974, comporterà, infatti, soltanto un mutamento, per quanto rilevante, nel riparto delle competenze, ma non stravolgerà l'impianto della disciplina del settore.

Ci si muoverà, anzi, nella stessa logica di centralizzazione dei poteri che aveva già ispirato la legge del 1913 e la successiva legislazione fascista. La novità della legge istitutiva della CONSOB andrà ravvisata, invece, altrove, nel collegamento, cioè, tra legislazione di borsa e disciplina delle società ivi quotate e nella strumentalità della prima rispetto alla seconda.

Nell'impianto delineato dalla legge del 1913 le borse sono isti-

[52] Baia-Curioni, *Evoluzione istituzionale della borsa* cit., pp. 164 s. L'autore così riassume le posizioni a confronto: «gli agenti di cambio [...] chiedono di ridiventare funzionari governativi con un ripristino e una rigida applicazione del monopolio delle contrattazioni, l'esclusione dalle grida di ogni altro intermediario, una maggiore presenza in deputazione e la possibilità di cooptare in autonomia i futuri colleghi [...]; la camera di commercio [...] propone invece un mantenimento e un rafforzamento della delega ai poteri locali di controllo, l'abolizione delle grida, l'apertura a tutti coloro che sono agenti di fatto di essere agenti di diritto (ovvero i funzionari delle grandi banche e i commissionari). Il potere di controllo degli scambi dovrebbe essere esercitato dalla Camera attraverso un unico organismo che riassuma le funzioni della deputazione e del sindacato [...]; gli istituti di credito [...] suggeriscono [...] di non riservare agli agenti di cambio le contrattazioni a termine, ma soprattutto insistono su quattro punti [...]: impedire [...] agli agenti di cambio di operare in proprio; elevare [...] la cauzione loro imposta; impedire agli agenti di essere soci, direttori o commessi di banche; pur lasciando alla camera di commercio il compito della gestione infrastrutturale della borsa, inserire come membri permanenti della deputazione di borsa esponenti del ministero del tesoro e degli istituti di emissione accanto ai direttori delle banche miste e a membri della camera di commercio».

[53] Un primo esame congiunto delle disposizioni della legge e del regolamento sulle borse si rinviene nella relativa Circolare del ministro di Agricoltura, industria e commercio del 13 settembre 1913, in «Giur. it.», LXV, 1913, parte IV, cl. 234 ss.

tuite con regio decreto, su proposta della competente camera di commercio; il decreto indica per ciascuna borsa, secondo le proposte della camera di commercio, per quali specie di contrattazione essa è istituita (art. 1, l. n. 272/1913). L'art. 1 del regolamento per l'esecuzione della legge precisa che «la denominazione di borsa di commercio, di borsa valori, di mercato dei valori od altra consimile è esclusivamente riservata alle borse istituite a norma dell'art. 1 della legge» e che «fuori di tal caso, ed ancorché risulti espressamente escluso ogni carattere ufficiale, è vietato usare le denominazioni anzidette o consimili, e formare listini di prezzi».

L'esigenza del decreto reale è, dunque, quella di imprimere carattere ufficiale, non tanto alle riunioni che si tengono in borsa, quanto al listino che ne è emanazione[54]. La questione avrà, come vedremo, un suo rilievo negli anni Settanta del secolo scorso sull'attività dei cc.dd. «borsini» e sulla formazione di listini al di fuori della borsa ufficiale, tanto che il legislatore dovrà intervenire con una disciplina *ad hoc* del c.d. mercato ristretto (l. n. 49/1977).

Dal punto di vista dell'articolazione dei poteri, si assiste a un rafforzamento di quelli centrali su quelli locali[55]. Le borse sono sottoposte alla vigilanza del governo, delle camere di commercio, delle deputazioni di borsa e dei sindacati dei mediatori; i ministri di Agricoltura, industria e commercio e del Tesoro possono, in ogni tempo, ordinare di concerto ispezioni presso le borse e, sentita la camera di commercio, emanare i provvedimenti ritenuti di volta in volta necessari per assicurare il regolare andamento degli affari nelle singole borse (art. 2, l. n. 272/1913).

Le camere di commercio, oltre a proporre l'istituzione delle borse, le gestiscono e le amministrano[56]; adottano, previo parere

[54] L. Bolaffio, *Dei Mediatori. Delle obbligazioni in generale*, in L. Bolaffio, C. Vivante (a cura di), *Il codice di commercio commentato*, VI, Torino 1923, p. 3.

[55] Ascoli, *La nuova legge sulle borse* cit., p. 795.

[56] Dalla circostanza che la legge del 1913 attribuisce alle camere di commercio il compito di amministrare le borse ponendo a loro carico le spese per il relativo funzionamento e regola la materia nel senso di conferire alle borse la natura di pubblico servizio esercitato dalle camere stesse, la Corte d'appello di Roma farà poi discendere (decisione del 27 febbraio 1965, in «Banca borsa», II, 1966, p. 61) la riferibilità a queste ultime degli atti posti in essere nell'espletamento del servizio dagli organi preposti al funzionamento delle borse anche se dotati (come nel caso delle deputazioni di borsa) di autonomia funzionale.

della deputazione e del sindacato dei mediatori, i provvedimenti necessari per il loro buon andamento; i provvedimenti straordinari e urgenti possono essere adottati, sempre previo parere della deputazione e del sindacato dei mediatori, dal presidente della camera di commercio, che deve, però, convocare la camera stessa, perché deliberi su di essi; le deliberazioni della camera di commercio in materia di borse valori sono, poi, tutte sottoposte all'approvazione del ministro dell'Agricoltura, industria e commercio (art. 3 l. cit.).

La deputazione vigila sull'andamento delle borse e sull'osservanza delle leggi e dei regolamenti (art. 4 l. cit.), ha compiti di polizia delle borse e cioè poteri di esclusione dai relativi locali (art. 9 l. cit.), è amichevole compositore nelle questioni insorte tra le parti per gli affari conclusi in borsa (art. 5 l. cit.), denuncia al tribunale le insolvenze di borsa quando non sia intervenuto l'amichevole componimento (art. 6 l. cit.), interviene con uno dei propri membri alla formazione del listino (art. 18 l. cit.).

Il riequilibrio tra poteri centrali e locali si rinviene anche nella composizione – in numero di tre, cinque o sette membri – delle deputazioni di borsa. Premesso che le deputazioni sono nominate con decreto ministeriale e che spetta al ministro dell'Agricoltura, industria e commercio di proporre lo scioglimento dell'organo e la nomina di un commissario (artt. 4, comma 1, e 7 l. cit.), uno dei membri è scelto dal ministro di Agricoltura, industria e commercio di concerto con il ministro del Tesoro, un altro è designato dagli istituti di emissione d'accordo tra di loro, un terzo è indicato dall'istituto di emissione che esercita la locale stanza di compensazione (allorché i componenti della deputazione siano in numero di sette), i rimanenti sono indicati dalla camera di commercio (art. 4 l. cit.).

Al sindacato dei mediatori compete, oltre alla compilazione del listino di borsa, che è la sua attribuzione principale (art. 18 l. cit.), anche la rappresentanza dei mediatori iscritti (art. 31 l. cit.), la vigilanza sulla condotta dei medesimi (art. 32 l. cit.), la liquidazione coattiva dei contratti di borsa (artt. 44 e 45 l. cit.).

5.2. *L'agente di cambio torna a essere un mediatore puro*

La mediazione è in linea di principio libera (art. 21, comma 1, l. cit.). Solo i mediatori iscritti nel ruolo tenuto dalla camera di

commercio possono, però, operare in borsa per la specie di mediazione per la quale sono iscritti[57]. Si tratta, quindi, più precisamente, di un sistema misto. I mediatori autorizzati alla negoziazione di valori pubblici sono qualificati agenti di cambio (art. 21, comma 4, l. cit.). Solo per l'inadempimento dei contratti conclusi tra mediatori iscritti può essere rilasciato il certificato di credito per la liquidazione coattiva (artt. 44 e 45 l. cit.), certi uffici pubblici possono essere affidati ai soli mediatori iscritti[58], nella for-

[57] Ciò non risulta, però, da una previsione espressa quale quella contenuta nell'art. 30 del regolamento di esecuzione del codice di commercio del 1882, ma è desunto da una serie di norme della legge n. 272 e precisamente: dall'art. 9, comma 1, n. 1, secondo cui la deputazione di borsa deve escludere dai locali della borsa coloro che esercitano in borsa la mediazione sui titoli e sui valori che ivi sono quotati senza essere iscritti nel ruolo; dall'art. 25, comma 4, per cui il mediatore iscritto non può entrare in borsa se non ha reintegrato la cauzione; dall'art. 53, comma 2, che assoggetta ad ammenda coloro che operano in borsa come mediatori senza aver ottenuto l'iscrizione a ruolo; dall'art. 55, comma 1, n. 2, che commina la sanzione della sospensione ai mediatori che continuino a esercitare la professione in borsa prima di aver reintegrato la cauzione.

Ascoli, *La nuova legge sulle borse* cit., p. 801, ritiene che il principio di libertà di mediazione si riduca quasi a nulla per la mediazione di borsa. L'autore precisa che, «perché le operazioni di borsa si fanno, se non esclusivamente, quasi esclusivamente alle grida, è chiaro che la asserita libertà di mediazione è un vano nome pei mediatori di borsa. Resta soltanto l'eccezione transitoria dell'art. 64 per quelli che anteriormente al 15 maggio 1908 esercitando la professione di commissionario esercitassero già la facoltà di negoziare alle grida: e parlo solo di commissionari, perché i banchieri e i cambiavalute, che sono pure indicati nell'art. 64, non possono in via normale considerarsi mediatori, per quanto spesso operino in borsa nell'interesse dei propri clienti. Comunque sia, poiché l'eccezione è limitata a quelli che al 15 maggio 1905 già erano ammessi alle grida, è chiaro che la legge ammettendo per l'avvenire nel recinto delle grida soltanto gli agenti di cambio inscritti nel ruolo, riduce quasi a nulla pei mediatori di borsa la dichiarazione generica dell'art. 21, "la professione di mediatore è libera"».

[58] Essi sono indicati dall'art. 12 della legge e consistono: nella vendita all'incanto di valori, merci e derrate; nell'esecuzione coattiva delle operazioni di borsa nel caso in cui o il venditore non consegni i titoli o il compratore si rifiuti di riceverli e pagarli; nell'accertamento del corso del cambio; in ogni altro incarico ad essi affidato dal codice di commercio o da altre leggi. Si tratta in quest'ultimo caso di vendite coattive relative a singoli rapporti che i mediatori iscritti possono effettuare al pari degli ufficiali giudiziari. Cfr. sulla questione Bolaffio, *Dei mediatori* cit., p. 10, nota 1. Il privilegio è cioè del mediatore iscritto rispetto al non iscritto ma non rispetto all'ufficiale giudiziario, come chiarito da Cass. Torino, 9 gennaio 1918, in «Monitore dei trib.», 1918, p. 98 e Cass. Torino,

mazione del listino si tiene conto delle dichiarazioni rese dai soli mediatori iscritti (art. 46 reg. esec.).

La legge richiede, per l'iscrizione, requisiti di onorabilità e di professionalità (art. 22 l. cit.) e il versamento di una cauzione (art. 25 l. cit.); vieta, come detto, a tutti i mediatori di esercitare il commercio, relativo alla specie di mediazione da essi svolta, e chiarisce che «non potrà ottenere l'iscrizione nel ruolo degli agenti di cambio [...] chi abbia o acquisti la qualità di direttore, procuratore o di socio illimitatamente responsabile di banca, di commesso di una società per azioni, di esercente banca o cambiavalute».

Dal punto di vista delle forze in campo la nuova disciplina sancisce la vittoria delle banche miste sugli agenti di cambio[59]. A questi ultimi, di nuovo mediatori puri, è attribuita l'esclusiva delle contrattazioni, ma a essa non si accompagna il riconoscimento della concentrazione in borsa di tutti gli scambi, segnando così, già da allora, la strada di una lunga «minorità» della borsa ufficiale rispetto ai borsini bancari. Inoltre, «le principali banche sono ammesse alle grida per altri dieci anni e la loro posizione di rendita è difesa dal divieto di accesso per tutti gli altri istituti bancari (art. 64), la cauzione [degli agenti di cambio] è aumentata subito (artt. 22, 25 e 63) e soprattutto è impedito agli agenti di avere qualunque tipo di rapporto societario con case bancarie private (art. 24)»[60].

18 febbraio 1918, in «Monitore dei trib.», 1918, p. 161; per Cass. Palermo, 24 gennaio 1919, in «Giur. it.», 1, 1919, p. 1110, criterio essenziale è l'intervento di un pubblico ufficiale; cfr. però Cass. Torino, 5 aprile 1918, in «Riv. dir. comm.», 2, 1918, p. 275, secondo la quale se l'autorità giudiziaria delega una persona, quand'anche non mediatore iscritto né ufficiale giudiziario, il precetto legale è soddisfatto ugualmente perché è l'intervento del giudice a imprimere alla persona nominata la qualità richiesta per la speciale operazione. Sui rapporti tra esecuzione coattiva affidata ai mediatori iscritti e agli ufficiali giudiziari e la liquidazione coattiva operata dal sindacato dei mediatori ex art. 44, l. 272/1913, cfr. Cass. Torino, 20 marzo 1920, in «Monitore dei trib.», 1920, p. 163, la quale stabilisce che la legge del 1913 abbia derogato alle disposizioni del codice di commercio (art. 48) sulle vendite coattive e imposto di rivolgersi al sindacato dei mediatori.

[59] Critico per tale ragione G. Del Vecchio, *Il nuovo regime delle borse*, in «Giornale degli economisti», ottobre 1913, p. 6.

[60] Baia-Curioni, *Evoluzione istituzionale della borsa* cit., p. 166.

Viene, così, eliminata proprio quella categoria di intermediari polifunzionali «sorti dall'alleanza fra una parte degli agenti e quella parte del capitale finanziario» che non si identifica «con la grande banca»; da quel momento diminuisce il peso del mercato azionario nel finanziamento dell'industria, gran parte delle emissioni azionarie cessano «di passare attraverso la borsa per ritornare nelle stanze delle banche miste»; si assicura la stabilità, «ma a prezzo dell'efficienza del mercato borsistico»[61].

5.3. *La disciplina sostanziale delle borse*

5.3.1. *L'ingresso in borsa.* L'ingresso in borsa è libero (art. 8 l. cit., secondo cui «hanno ingresso in borsa coloro che sono capaci di obbligarsi»), ma le camere di commercio possono prevedere l'uso di tessere personali per gli operatori abituali di borsa (art. 10 l. cit.); disposizione che viene inquadrata dalla dottrina dell'epoca, unitamente alla determinazione dell'orario unico, del diritto di sconto e della disciplina dell'ammissione a quotazione, tra le restrizioni introdotte dalla legge alla libertà delle negoziazioni[62]. Non possono entrare in borsa (art. 8, comma 2, l. cit.): i falliti non riabilitati; i condannati per delitti contro la fede pub-

[61] Costi, *Il mercato mobiliare* cit., p. 22.

[62] Cfr. Ascoli, *La nuova legge sulle borse* cit., pp. 796-797, il quale osserva poi – alle pp. 799-800 – che l'introduzione delle tessere d'ingresso in borsa «aveva incontrato qualche obiezione durante i lavori preparatori della legge. Nel disegno di legge del 1905 approvato dalla Camera nel dicembre 1908 la tessera o carta personale di ammissione era dichiarata obbligatoria per chiunque volesse entrare in borsa. Poiché questa fu trovata una inutile e pericolosa vessazione, vi si sostituì durante la prima discussione del 1908 e nel disegno di legge del 1909 una disposizione per la quale "coloro che operano abitualmente in borsa devono essere provveduti di apposita tessera, da istituirsi dalla camera di commercio". Questa disposizione si è poi attenuata maggiormente nell'art. 10 della legge, che pone nell'arbitrio della camera di commercio di istituire o meno le tessere». Sul dibattito giurisprudenziale circa la natura di diritto soggettivo (Cass., 7 dicembre 1966, n. 2875, in «Banca borsa», II, 1966, p. 491) ovvero d'interesse legittimo (Cass. SS.UU., 26 giugno 1962, n. 1655, in «Banca borsa», II, 1962, p. 342) dell'ingresso in borsa e sui connessi profili attinenti all'esclusione dai locali della borsa (Cass., 8 luglio 1968, n. 2330, in «Banca borsa», II, 1969, p. 26), cfr. C. Coltro Campi, *Lineamenti di diritto di borsa e rassegna di giurisprudenza*, Milano 1977, pp. 89-90; Id., *Appunti sull'ingresso in borsa*, in *Problemi di diritto di borsa*, Milano 1968, p. 25.

blica o contro la proprietà, o per peculato, concussione, corruzione, sottrazione da luoghi di pubblico deposito, falsa testimonianza e calunnia; coloro che sono stati esclusi dalla borsa con provvedimento della deputazione. Rientrano in quest'ultima categoria (art. 9 l. cit.): coloro che esercitano abusivamente in borsa l'ufficio di agente di cambio; coloro che, pur non essendo falliti, hanno notoriamente mancato ai loro impegni commerciali; coloro che non osservano la disciplina di borsa, turbano il buon ordine e offendono la dignità dell'istituto; gli esclusi da altra borsa del regno o straniera; i mediatori iscritti che operino in proprio.

5.3.2. *L'ammissione dei titoli a quotazione.* Non muta rispetto al quadro previgente – e cioè rispetto all'art. 16 del regolamento di esecuzione del codice di commercio del 1882, come modificato dal r.d. n. 299/1907 – la disciplina dell'ammissione a quotazione dei titoli. La dottrina[63] sottolinea l'ampia discrezionalità attribuita alle camere di commercio nell'ammettere i nuovi titoli alle negoziazioni. Ma un progetto di estrema liberalizzazione della quotazione di borsa volto a eliminare il *placet* della camera di commercio e il requisito dell'approvazione di almeno due bilanci non ha seguito alcuno[64].

Non esiste una disciplina dell'informazione societaria da parte degli emittenti titoli quotati, che vedrà la luce, invece, molto più tardi con la l. n. 216/1974.

Le società che intendono quotarsi presso una borsa valori devono presentare una domanda alla competente camera di commercio, corredata di una serie di documenti (statuto e bilanci degli ultimi due esercizi in copia autentica, fac-simile dei titoli, relazione particolareggiata contenente la storia finanziaria dell'emittente: art. 27, comma 1, r.d. n. 1068 cit.). Della domanda di ammissione a quotazione è data pubblicità – a cura della camera di commercio e a spese della società – nel «Bollettino» degli annunci legali della provincia e in sei fra i più diffusi gior-

[63] Ascoli, *La nuova legge sulle borse* cit., pp. 796 s.

[64] A. Padoa-Schioppa, *La normativa sulle società per azioni: proposte e riforme, un concerto a più voci (1882-1942)*, in A. Padoa-Schioppa, P.G. Marchetti, *La società per azioni ("Tra imprese e istituzioni, 100 anni di Assonime")*, IV, Roma-Bari 2010, p. 24.

nali del paese in città diverse, di cui almeno uno della città sede della borsa (art. 28, r.d. n. 1068 cit.), con specificazione dei seguenti elementi: epoca della fondazione della società, capitale effettivamente versato, valore nominale e venale dei titoli (risultante quest'ultimo da certificato peritale rilasciato dal sindacato dei mediatori).

Ratio di tale pubblicità è di far pervenire alla camera di commercio eventuali opposizioni e osservazioni sulla domanda. Coerentemente, è previsto che la camera di commercio deliberi circa l'ammissione a quotazione decorsi dieci giorni dalla suddetta pubblicazione (art. 29, r.d. n. 1068 cit.). Una volta ammessa a quotazione, la società è tenuta a obblighi informativi unicamente nei confronti della camera di commercio[65]. A parte la pubblicità della domanda di ammissione a quotazione, avente peraltro, come visto, una finalità interna al procedimento di ammissione, nessun obbligo informativo nei confronti del pubblico, diverso da quelli generali gravanti su tutte le società commerciali, è previsto per le società ammesse a quotazione.

[65] Detti obblighi sono previsti dal r.d. n. 1068/1913 e dai singoli regolamenti speciali di borsa. In particolare, il primo prevede in generale che (art. 27, comma 2) la società si obblighi, nella domanda di ammissione, «ad inviare alla Camera di Commercio copia del bilancio e del rendiconto finanziario, nonché un congruo elenco di titoli estratti», «a dar notizia alla Camera [...] di tutte le modificazioni dello statuto», nonché «a fornire in ogni tempo le informazioni sul proprio ordinamento legale e sulla propria situazione finanziaria che fossero richieste dalla Camera di Commercio». L'obbligo delle società quotate di inviare alla camera di commercio copia dei bilanci verrà, poi, ribadito dall'art. 19 reg. spec. per la Borsa valori di Milano (d.m. 23 agosto 1917) e dall'art. 25 reg. spec. per la Borsa valori di Bologna (d.m. 20 maggio 1926). Un obbligo delle stesse società di informare la camera di commercio «di tutte le variazioni che [...] avvengano nel loro capitale» è, invece, contemplato dall'art. 7, comma 4, reg. spec. per la Borsa valori di Roma (d.m. 12 ottobre 1914), dall'art. 9 reg. spec. per la Borsa valori di Firenze (d.m. 30 aprile 1915), dall'art. 12 reg. spec. per la Borsa valori di Torino (d.m. 18 febbraio 1915), dall'art. 33 reg. spec. per la Borsa valori di Trieste (d.m. 22 dicembre 1926). Indicazioni ulteriori sono previste nell'art. 47 reg. spec. per la Borsa valori di Napoli (d.m. 10 dicembre 1914), il quale prevede che il richiedente l'ammissione si impegni a comunicare alla camera di commercio «oltre le modificazioni allo statuto sociale, tutte quelle relative alla composizione del capitale [...], del consiglio di amministrazione, del collegio sindacale e dei funzionari con libera firma». La *ratio* di detti obblighi informativi va, presumibilmente, collegata ai poteri della camera di commercio di revoca dei titoli dalla quotazione (art. 32, r.d. n. 1068/1913).

Prima della l. n. 216/1974, che, come detto, lega indissolubilmente la disciplina delle borse valori a quella delle società quotate, l'unica forma di pubblicità connessa alla quotazione concerne, perciò, come vedremo fra breve, soltanto i prezzi dei titoli (e cioè il listino di borsa: artt. 18 e 29, l. n. 272 cit., art. 49, r.d. n. 1068 cit. e, successivamente, art. 20, r.d. n. 376/1925) e non già l'emittente.

5.3.3. *La disciplina pubblica delle contrattazioni: orario, limitazione al solo contante e diritto di sconto.* L'orario di tutte le borse italiane, determinato con regio decreto, è unico (art. 17 l. cit.), deve essere continuativo e non protrarsi oltre le due ore e mezza per giorno (art. 33 r.d. n. 1068 cit.)[66].

Limiti alla negoziazione dei titoli sono previsti dagli artt. 14, 15 e 16 della legge.

L'art. 14 conferisce alle camere di commercio, su proposta della deputazione e sentito il sindacato dei mediatori, ma anche d'iniziativa, sentiti però i predetti organi, il potere di limitare temporaneamente «al solo contante la negoziazione di alcuni titoli fra quelli che [...] possono essere ammessi alla quotazione di borsa». Il provvedimento della camera di commercio è sottoposto all'approvazione del ministri dell'Agricoltura, industria e commercio e del Tesoro, i quali, in virtù dell'art. 16, possono anche di concerto disporre direttamente la limitazione al solo contante dei titoli predetti.

L'art. 15 riguarda, invece, il c.d. diritto di sconto[67]; prevede, cioè, che «il compratore a termine è sempre in diritto di ottenere dal venditore la consegna anticipata dei titoli, derivanti da ac-

[66] Sulla *ratio* dell'orario unico, cfr. Bolaffio, *Dei mediatori* cit., p. 11, secondo cui «uguagliando l'orario e restringendo l'attività speculativa entro un periodo determinato e continuativo comune a tutte le borse, specialmente dei valori, si mira a unificare il mercato; a impedire l'attività dei borsini nelle interruzioni delle riunioni; ad attenuare gli effetti di speculazioni puramente borsistiche con ripercussioni artificiose fra borsa e borsa a risultati conosciuti. Certo le offerte e le domande corrono dall'una all'altra borsa, con tendenza a livellarne i prezzi. Ma questi si formeranno, sotto una vigilanza continuata, secondo le previsioni e le influenze contemporanee di un mercato generale. Così soltanto la borsa – non le singole borse e tanto meno i così detti borsini – può divenire centro del movimento economico e finanziario italiano».

[67] Istituito, come visto (*supra* par. 4), dal r.d. 13 novembre 1907, n. 713.

quisti e da operazioni di riporto, contro il pagamento del prezzo convenuto» e che «di tale modalità non può valersi il compratore nel periodo di sei mesi antecedenti quello della liquidazione di borsa»[68]. Disposizioni particolari sul diritto di sconto sono poi dettate dagli artt. 34 ss. del regolamento di esecuzione della legge, che ne prevedono, tra l'altro, l'estensione anche ai contratti a premio (art. 40).

5.3.4. *La formazione del listino di borsa.* Chiusa la riunione ufficiale di borsa, gli agenti di cambio comunicano per iscritto al sindacato i contratti da essi conclusi; la dichiarazione deve essere fatta, per i contratti sui valori, giorno per giorno, in tempo utile per la formazione del listino (art. 29 l. cit.).

La compilazione del listino è, come detto, riservata al sindacato, con la partecipazione di un membro della deputazione. Se il sindacato dubita dell'esattezza della dichiarazione di un mediatore, può chiedere la prova delle contrattazioni compiute e non tener conto dei prezzi denunciati che consideri anormali (art. 19 l. cit.). La facoltà di farsi presentare i libri dai mediatori per verificare se le loro dichiarazioni siano esatte è conferita anche alla camera di commercio, alla deputazione di borsa e agli ispettori governativi (art. 30 l. cit.).

Nel listino sono tenuti separati i corsi a contante da quelli a termine (art. 18 l. cit.). Il listino si divide in quattro parti: titoli di Stato o garantiti dallo Stato; obbligazioni; azioni di banche, di società commerciali e industriali; cambi. Sono specificate le quotazioni a contanti, a fine corrente, a fine prossimo e a premio e sono iscritti, per ogni titolo, il prezzo di apertura e quello di chiusura e il prezzo massimo e il minimo (art. 49 reg. esec.). L'indicazione dei quattro prezzi indicati invece del prezzo unico risponde all'esigenza di fornire un'immagine «fedele e completa dell'an-

[68] Nota in proposito Ascoli, *La nuova legge sulle borse* cit., p. 799, che, nel disegno di legge presentato alla Camera la formulazione dell'articolo sul diritto di sconto era diversa, in quanto l'esercizio del diritto veniva fatto dipendere «da una preventiva autorizzazione della camera di commercio [...] ma la Camera modificò il testo lasciando l'esercizio del diritto di sconto in pieno arbitrio del debitore».

damento del mercato»[69]. I listini originali, sottoscritti dal presidente del sindacato, unitamente alle dichiarazioni dei mediatori sulle quali si basano sono depositati presso la camera di commercio, che può spedirne in ogni tempo estratti e certificati autentici; una copia del listino dev'essere giornalmente affissa al pubblico, a cura del presidente del sindacato, alla porta esterna della borsa, non oltre un'ora dopo la chiusura della riunione (art. 50 reg. esec.). Il corso medio dei consolidati italiani è formato, sulla base delle notizie comunicate dai sindacati delle principali borse italiane, dal ministro di Agricoltura, industria e commercio d'accordo con quello del Tesoro ed è pubblicato nella Gazzetta ufficiale (artt. 20 della legge e 51 reg. esec.).

6. *La legislazione fascista successiva alla legge del 1913*

La legge del 1913 e il relativo regolamento di attuazione costituiscono l'impalcatura entro la quale si sono poi inseriti numerosi interventi normativi, anche in materia tributaria[70], non sempre tra loro coordinati e in ogni caso ispirati, non già a un disegno unitario, ma alle particolari esigenze del momento[71]. Ove si al-

[69] Circolare del ministro di Agricoltura, industria e commercio cit., p. 243, ove si precisa anche «non si prescrive la determinazione di una media unica, perché spesso questa non è sempre, purtroppo, la sincera espressione delle condizioni del mercato».

[70] Con r.d. 30 dicembre 1923, n. 3278, è adottata la legge tributaria sui contratti di borsa, che sostituisce interamente il Tit. III della legge 20 marzo 1913, n. 272. Il testo in questione è, quindi, modificato, nel dopoguerra, dal d.l. 14 maggio 1946, n. 420, dalla legge 10 novembre 1954, n. 1079, che, fra l'altro, sostituisce le tabelle allegate delle tasse per i contratti di borsa, e, successivamente, dal d.l. 30 giugno 1960, n. 589 (convertito nella legge 14 agosto 1960, n. 826), anch'esso relativo alle tabelle. La legge 6 ottobre 1964, n. 947, apporta modificazioni alle aliquote per alcune tasse.

[71] Cfr., per una raccolta dei testi legislativi sulle borse: G.A. Micheli, P. Pagliazzi (a cura di), *Codice della banca, borse e valute*, Bologna 1951; G. Molle, B. Visentini (a cura di), *Codice della banca, della borsa e dei titoli di credito*, Milano 1957 (specialmente Parte III), con una *I Appendice* (aggiornamento al 30 novembre 1959), Milano 1960, e una *II Appendice* (aggiornamento al 30 settembre 1963), Milano 1964; ABI, *La legislazione italiana sulle borse valori*, Roma 1984; Luiss-Ceradi, *La legislazione italiana sulle borse valori*, a cura di R. D'Ambrosio, Roma 1992. Sull'ordinamento di borsa anteriore all'istituzione della CONSOB

larghi lo sguardo all'intera disciplina del mercato mobiliare, una svolta, come accennato, si avrà soltanto, dopo numerosi progetti di coordinamento delle disposizioni sulle borse[72] e di riforma

cfr., tra gli altri, A. Weiller, *Borsa valori*, in *Nuovo Dig. Italiano*, II, Torino 1937, pp. 495 ss.; R. Corrado, *Borsa valori*, in *Noviss. Dig. Italiano*, II, Torino 1958, pp. 527 ss.; L. Bianchi d'Espinosa, *Borsa valori*, in *Enc. del dir.*, V, Milano 1959, pp. 580 ss.; Id., *I contratti di borsa. Il riporto*, in *Tratt. di diritto civile e commerciale* diretto da A. Cicu e F. Messineo, Milano 1969, pp. 1-111. Sull'opportunità di una riforma della legislazione di borsa stratificatasi nel tempo a partire dalla legge del 1913 e sui progetti per la redazione di un testo unico cfr., tra gli altri: M. Rotondi, *La borsa valori e i suoi organi*, in «Riv. dir. comm.», I, 1949, pp. 417 ss.; E. Colagrosso, *Lineamenti di una riforma della legislazione sulle borse valori*, in «Banca borsa», I, 1948, pp. 122 ss.; R. Corrado, *La borsa valori ed i suoi organi*, in «Banca borsa», I, 1952, pp. 147 ss.; S. Sotgia, *Riforma della borsa valori*, in «Riv. soc.», 1966, pp. 735 ss.; C. Coltro Campi, *Alcuni punti da considerare nella progettata riforma sulle borse valori*, in «Riv. dir. comm.», I, 1966, pp. 299 ss.

[72] Per dare organicità ai numerosi interventi legislativi successivi alla legge del 1913 vengono nel corso del tempo concepiti progetti di coordinamento delle disposizioni in materia di borse. L'art. 10 del r.d.l. n. 222/1925 conferisce al governo la facoltà «di procedere alla formazione di un unico regolamento per l'applicazione delle leggi sulle borse». A tal fine è nominata una Commissione, che però non giunge ad alcun risultato. In mancanza di un testo unico ufficiale, nel 1945, per iniziativa del comitato direttivo degli agenti di cambio della Borsa valori di Roma, è compilato un testo unico ufficioso, pubblicato dal Ministero del tesoro e titolato *La legislazione italiana sulle borse valori vigente al 1° luglio 1945*, allo scopo di fornire «una guida organica e sicura per i funzionari e per quanti hanno occasione di trattare la complessa materia, e di facilitare il compito di revisione in argomento già iniziato da tecnici e studiosi, nell'intento di addivenire ad una seria e profonda riforma della legislazione italiana sulle Borse Valori». Nel 1947 completa i lavori un apposito comitato di studio nominato dall'Istituto internazionale per la unificazione del diritto privato, con il compito di provvedere: «allo studio comparato delle varie legislazioni in materia» di borse valori, «all'esame analitico della legislazione italiana e dei problemi e controversie che questa non aveva risolto o che, anzi, aveva talvolta creato», «all'esame analitico degli organi, rapporti e istituti afferenti in generale alle borse, onde pervenire ad uno schema di riforma», *Studio per una eventuale riforma della legislazione italiana sulle Borse Valori*, Roma 1947. Nel 1948 è istituita, con decreto del ministro del Tesoro, una Commissione consultiva per lo studio e l'esame delle questioni attinenti alle borse valori; i lavori della Commissione sono però sospesi nel giugno 1955. La causa del mancato buon esito dei lavori va individuata nella circostanza che «le tesi sostenute e le proposte avanzate da vari membri», nell'intento di tutelare esclusivamente interessi di singole categorie di operatori (banche, agenti di cambio e commissionari di borsa), si rivelano «del tutto inconciliabili, rendendo impossibile ogni sorta di compromesso», Banca d'Italia, *Considerazioni de jure condito e de jure condendo sulla disciplina delle borse valori*, in «Quaderni di studio della Consulenza legale», n. 3, dicembre 1963, p. 6. Nel 1965 il Ministero del tesoro nomina un'altra Commissione con l'incarico di

della disciplina delle società per azioni, con l. n. 216/1974, istitutiva della CONSOB, e con i relativi decreti attuativi del 1975.

elaborare una riforma legislativa delle borse sulla scorta di uno schema di disegno di legge predisposto dallo stesso Ministero. Tuttavia, come osservato in dottrina, «il complesso normativo, predisposto nello schema, più che presentarsi quale formulazione di un ordinamento nuovo e adeguato alle nuove necessità e nuove prospettive economiche, assume la veste e il contenuto di un testo unico per una migliorata disciplina dell'istituzione»; infatti, «nella disciplina proposta vengono esclusi mutamenti di struttura ed innovazioni di particolare rilievo e significato rispetto a quello» vigente; «dalle disposizioni formulate nel primo titolo del progetto emerge chiaramente la scelta di un indirizzo e principio centrale strutturale della borsa valori del tutto identico a quello» dell'epoca; «chiaramente risulta dalle formule del primo titolo che non si può prendere in considerazione nemmeno la possibilità di una revisione della disciplina vigente», Sotgia, *Riforma della borsa valori* cit., pp. 738 ss. Lo schema di disegno di legge, preceduto da un breve commento, è pubblicato in *Enciclopedia della banca e della borsa*, IV, Roma-Milano 1968, pp. 351-375. Lo schema è articolato in sei titoli concernenti rispettivamente: *a)* l'istituzione delle borse valori e le attribuzioni delle autorità che vi sono preposte; *b)* gli agenti cambio; *c)* l'ammissione dei titoli alla quotazione ufficiale; *d)* i contratti di borsa; *e)* il funzionamento delle borse valori; *f)* le sanzioni disciplinari e penali. Come già la dottrina sopra citata, anche il commento all'articolato (*Enciclopedia* cit., pp. 351 ss.) censura la neutralità dello schema di disegno di legge. Sottolinea, quindi, tra le sue principali carenze, la mancata previsione di disposizioni in materia di mercato non ufficiale; «carenza tanto più grave [...] ove si consideri che gli attuali mercati ristretti settimanali [...] sono in realtà mercati che funzionano al di fuori delle vigenti norme di legge – le quali non consentono attività di mercato su valori mobiliari al di fuori della borsa valori – e non possono fruire, perciò, di alcuna assistenza da parte degli organi ufficiali dell'istituto borsistico». Rileva, inoltre, un possibile conflitto di competenze tra i funzionari del Tesoro, incaricati ai sensi dell'art. 6 del disegno di legge di eseguire indagini presso istituti o ditte che compiano operazioni di borsa, e la Banca d'Italia, «la cui vigilanza sul sistema creditizio non dovrebbe subire interferenze». Suggerisce, infine, la possibilità, non prevista dal disegno di legge, che commissionari e agenti di cambio diano vita «a società finanziarie dedite alla mediazione di borsa, con uffici, attrezzature, relazioni e contatti adeguati alle moderne esigenze dei grandi investimenti mobiliari». La dottrina si occupa tuttavia anche di altri aspetti della legislazione di borsa, suscettibili a suo avviso di modifica. In particolare, a mero titolo esemplificativo, si ravvisa l'opportunità: di limitare i poteri delle camere di commercio alla pura e semplice amministrazione delle borse (Banca d'Italia, *Considerazioni* cit. p. 9; *contra* però Corrado, *La borsa valori ed i suoi organi* cit., p. 184); di concentrare la vigilanza sugli organi centrali (Banca d'Italia, *Considerazioni* cit., pp. 9-10); di sostituire la Deputazione di borsa e il Comitato direttivo degli agenti di cambio con un unico organo (Colagrosso, *Lineamenti di una riforma* cit., p. 126), ovvero di fissare tassativamente i rispettivi poteri espungendo le numerose sovrapposizioni previste dalla legislazione speciale (Banca d'Italia, *Considerazioni* cit., p. 11).

6.1. *La legislazione degli anni 1925-26 sugli agenti di cambio*

A parte gli interventi straordinari connessi agli effetti della prima guerra mondiale, un primo innesto significativo sul ceppo della legge del 1913 si ha con la disciplina degli anni 1925-26.

Le vicende della prima guerra mondiale condizionano il mercato borsistico. Le borse vengono chiuse con d.m. 1° agosto 1914[73]. Con d.l. 2 settembre 1917, n. 1407, ne è disposta la riapertura dal 1° settembre di quell'anno, ma limitatamente al mercato a contante. Il d.m. 10 novembre 1917 dispone una nuova sospensione. Il d.l.l. 21 novembre 1918, n. 1733, stabilisce la riapertura delle borse con decorrenza dal 2 dicembre successivo, anche per il mercato a termine.

Nel 1925 sono emanati una serie di provvedimenti normativi concernenti gli agenti di cambio e, più in generale, l'ordinamento delle borse.

In particolare, il r.d.l. n. 222/1925 conferisce agli agenti di cambio la qualifica di pubblici ufficiali, già prevista nel codice di commercio del 1865, ne prevede il numero chiuso e la nomina con decreto reale (art. 1, comma 1); aumenta la sfera dei divieti già imposti agli agenti dall'art. 24 della legge del 1913, tanto che la professione di agente di cambio diviene «incompatibile con l'esercizio di qualsiasi commercio, con la partecipazione a responsabilità illimitata in enti di qualsiasi natura, con la qualità di consigliere di amministrazione, procuratore, direttore o impiegato di enti che esercitano commercio, industria o

[73] L. Parini, *La riapertura delle borse*, in «Dir. comm.», I, 1915, p. 209 ss.; l'autore si pone il problema della condizione in cui vengono a trovarsi gli agenti di cambio «che hanno stipulato contratti differenziali sovra titoli i quali hanno in occasione della guerra subito dei contraccolpi gravissimi»; poiché l'agente di cambio è mediatore e, secondo l'art. 31 del cod. comm., «il mediatore che non manifesta ad uno dei contraenti il nome dell'altro si rende responsabile dell'esecuzione del contratto», l'agente, giunta la liquidazione, «resterà direttamente di fronte al creditore che gli imporrà l'esecuzione del contratto»; con la precisazione, tuttavia, che «qualora l'agente di cambio dimostri che quei determinati titoli sono precipitati in occasione della guerra, e l'esecuzione di quel dato contratto cui il creditore vuol tenerlo responsabile è per lui una condizione così gravosa e difficile da presentarsi sotto forma di giusta causa di forza maggiore, si possa ritenerlo non passibile di risarcimento di danni».

credito» (art. 1, comma 2); prevede per ciascuna borsa l'istituzione di una corporazione degli agenti di cambio, con il compito di rispondere solidalmente con l'agente per le obbligazioni di quest'ultimo tramite apposito fondo alimentato dal versamento di un'aliquota dei proventi degli iscritti (art. 4); riserva definitivamente agli agenti di cambio (art. 6) le negoziazioni alle grida, prima consentite anche alle banche, seppur transitoriamente, dalla legge del 1913, per un periodo di cinque anni prorogabile di altri cinque.

Altre disposizioni sugli agenti di cambio sono dettate dal r.d. del 26 febbraio 1925, n. 176, che, in particolare, introduce il divieto per l'agente di accettare o eseguire ordini di acquisto a termine di titoli, se non contro contemporaneo versamento da parte dei committenti del 25% del relativo prezzo corrente (art. 4). Il divieto è quindi esteso dall'art. 1 del r.d. 9 aprile 1925, n. 375, anche agli ordini di vendita di titoli a termine.

Il regolamento per l'esecuzione dei tre citati provvedimenti legislativi del 1925, approvato con r.d. 9 aprile 1925, n. 376, regola la costituzione delle corporazioni degli agenti di cambio, per altro mai costituite, e detta altre norme destinate a regolare il funzionamento delle borse (capo III).

È, infine, rafforzato il ruolo di vertice del governo centrale; la vigilanza fa capo al Ministero delle finanze, «con l'irreversibile separazione delle borse valori dalle borse merci, rimaste sotto la vigilanza del ministro dell'economia (r.d.l. 29 luglio 1925, n. 1261)»[74].

Di contenuto più circoscritto sono ulteriori provvedimenti, sempre del 1925, e precisamente: il r.d.l. 14 maggio 1925, n. 601, che disciplina l'esecutorietà dei contratti di borsa a termine stipulati con alcuni istituti di credito e detta norme per la costituzione di un fondo di garanzia per le cauzioni degli agenti di cambio; il r.d.l 26 maggio 1925, n. 1047, e il r.d.l. 11 ottobre 1925, n. 1748 (convertiti nella legge 18 marzo 1926, n. 562), che dispongono sulle cauzioni degli agenti di cambio e sull'orario delle borse; il r.d.l. 29 luglio 1925, n. 1261, che trasferisce dal ministro dell'Economia a quello delle Finanze le attribuzioni relative alle

[74] Costi, *Il mercato mobiliare* cit., p. 23.

borse valori. Dopo la guerra, le stesse attribuzioni passeranno al ministro del Tesoro (d.lgs.lgt. 22 giugno 1944, n. 154).

6.2. *La legislazione degli anni 1931-32: agenti di cambio, poteri pubblici sulle borse e contratti di borsa*

Le norme del 1925, sul divieto per l'agente di cambio di accettare o eseguire ordini di acquisto a termine di titoli, se non contro contemporaneo versamento da parte dei committenti del 25% del relativo prezzo corrente, dettate nel quadro della politica deflazionistica dell'epoca, sono modificate dall'articolo unico del r.d.l. 19 febbraio 1931, n. 950 (convertito nella legge 31 dicembre 1931, n. 1657), che attribuisce al Ministero delle finanze, qualora lo ritenga opportuno per le condizioni del mercato, la facoltà di disporre che ordini di vendita o di acquisto di titoli a termine non possano avere corso se non siano preceduti dal deposito dei titoli stessi o dalla relativa copertura in contanti nella misura del 25%, a meno che non si tratti di compensazione di altrettanti titoli in posizione. La legge 4 dicembre 1939, n. 1913, estende, quindi, i poteri del Ministero alle operazioni a premio e ai riporti, dispone che la misura della copertura in contanti sia determinata, non in misura fissa, ma in quella di volta in volta stabilita dal Ministero stesso per il periodo di tempo ritenuto opportuno in relazione alle condizioni del mercato, dichiara non validi i contratti a termine conclusi senza l'effettuazione del deposito di copertura, assoggetta a sanzioni disciplinari gli operatori che trasgrediscano l'obbligo del deposito o della copertura in contanti.

Il r.d.l. 30 giugno 1932, n. 815, convertito nella legge 5 gennaio 1933, n. 118[75], conferma, innanzitutto, la competenza del Ministero delle finanze in materia di borse; il Ministero, oltre a poter ordinare ispezioni[76] e a poter adottare i provvedimenti ne-

[75] Cfr. D. Supino, *Il r.d.l. 30 giugno 1932 sulle borse e gli agenti di cambio*, in «Dir. comm.», 1932, p. 127.

[76] Ai sensi del comma 4 dell'art. 1 del r.d.l. n. 815/1932, «i funzionari del Ministero delle finanze incaricati delle ispezioni e della vigilanza, qualora ne riconoscano l'opportunità, hanno diritto di eseguire indagini o verifiche presso istituti o ditte che compiono normalmente operazioni di borsa allo scopo di accertare la regolarità delle operazioni stesse. Essi devono serbare il segreto

cessari per assicurare il regolare andamento del mercato dei valori[77], può delegare presso le singole borse un proprio funzionario che (art. 1, comma 3) interviene alle riunioni di borsa, presiede la Commissione incaricata della formazione dei listini, assiste alle sedute della deputazione di borsa e del comitato degli agenti di cambio senza voto deliberativo, esercita facoltà ispettive sull'operato degli agenti cambio. Dopo l'istituzione della CONSOB e l'adozione del d.l. n. 138/1975 in materia di borse, i funzionari del ministro delle Finanze e poi del Tesoro verranno sostituiti dai commissari di borsa.

Il regio decreto del 1932 riordina, quindi, alcuni istituti di borsa, tra cui i ruoli degli agenti di cambio, la cauzione e il fondo comune[78] degli agenti medesimi. Modifica in «Comitato direttivo degli agenti di cambio» la denominazione dell'organo di bor-

sulle notizie di ogni natura di cui vengono a conoscenza in dipendenza delle loro funzioni».

[77] Come osservato dal Weiller, *Borsa valori* cit., p. 499, «la disposizione del d.l. 30 giugno 1932, n. 815, è più larga di quella della legge del 1913, in quanto riferisce la competenza del Ministero delle finanze [...] al regolare andamento del mercato dei valori e non più soltanto al regolare andamento degli affari nelle singole borse, tenuto conto delle speciali condizioni di mercato. La disposizione citata del decreto, scritta nello spirito corporativo, contempla infatti tutto il mercato e non soltanto le negoziazioni che si effettuano in borsa. Questa impostazione più ampia ha due ragioni. Sotto il profilo giuridico, i contratti di borsa, nel senso tecnico della parola, possono essere conchiusi anche fuori borsa e vi sono norme speciali, che formano parte della disciplina giuridica delle borse, ma si riferiscono a contratti fuori borsa (d.l. 20 dicembre 1932, n. 1607 e d.m. 27 dicembre 1932). Sotto l'aspetto economico è evidente che vi è, tra le operazioni fatte in borsa e quelle fatte fuori borsa, una notevole interdipendenza e che i provvedimenti relativi alle borse possono avere una sensibile ripercussione anche sulle operazioni fuori borsa». La competenza del Ministero, passata poi, come si vedrà nel prosieguo del testo, al Comitato dei ministri nel 1936, è, secondo l'autore, generale e discrezionale, potendo l'autorità pubblica disporre «tutti quei provvedimenti che crede necessari, secondo il suo insindacabile apprezzamento per assicurare il regolare andamento del mercato dei valori. La vastità di questi poteri politico-tecnici si spiega con la grande importanza dell'oggetto di cui si tratta e con la impossibilità di prevedere legislativamente di quale natura potranno essere i provvedimenti che in concreto dovranno essere presi, secondo le esigenze e circostanze ed in armonia con l'interesse generale della nazione».

[78] Per una ricostruzione della disciplina del fondo comune degli agenti di cambio e dei relativi poteri del Comitato direttivo, cfr. Tribunale di Milano, 16 maggio 1964, in «Banca borsa», II, 1964, p. 285, con nota di R. Corrado, *Comitato direttivo degli agenti di cambio e fondo comune*.

sa, in precedenza chiamato «Sindacato degli agenti di cambio»; tale organo, da collegio di rappresentanza della categoria, elettivo, diviene di nomina governativa.

È, inoltre, modificata, sempre dal citato regio decreto, la regolamentazione dell'esecuzione coattiva per i contratti conclusi con l'intervento degli agenti di cambio (art. 12, che modifica l'art. 44 della legge del 1913, nella versione poi confermata dagli artt. 202 e 214, comma 1, lett. *k*, d.lgs. n. 58/1998)[79] e disciplinato *ex novo* il diritto di sconto (art. 17). Con r.d.l. 20 dicembre 1932, n. 1607 (convertito nella legge 20 aprile 1933, n. 504) è poi previsto un procedimento per la liquidazione coattiva dei contratti di borsa conclusi con alcuni istituti di credito, non solo a termine (come già previsto dal r.d.l. 14 maggio 1925, n. 601), ma anche a contanti[80].

Quanto alla nuova disciplina del diritto di sconto, il citato r.d.l. n. 815/1932, mentre abolisce il diritto del compratore di ottenere dal venditore la consegna anticipata dei titoli – diritto, come già visto, istituito dal r.d. n. 713/1907 e poi disciplinato dalla legge del 1913 e dal relativo regolamento di esecuzione – attribuisce al tempo stesso al ministro per le Finanze il potere «di concedere ai compratori a termine di determinati titoli, ammessi a quotazione ufficiale, il diritto di ottenere dai venditori la consegna anticipata dei titoli che formino oggetto di operazioni di compra-vendita o di riporto, contro il pagamento del prezzo convenuto e di emanare norme per quanto riguarda i termini e le modalità per l'esercizio di detto diritto e delle girate»[81].

[79] Sulla disciplina della liquidazione coattiva dei contratti di borsa prevista dall'art. 12 del r.d.l. n. 815/1932 e confermata dal d.lgs. n. 58/1998, cfr. R. D'Ambrosio, *Commento all'art. 202 del d.lgs. n. 58/1998*, in G. Alpa, P. Zatti (a cura di), *Commentario breve al codice civile. Leggi complementari*, tomo II, Milano 2000, pp. 1419 ss., e la dottrina ivi richiamata. La disciplina è, però, abrogata, come vedremo in prosieguo, dall'art. 47 del d.lgs. n. 48/2011.

[80] Con decreto ministeriale 27 dicembre 1932, sono emanate le norme per l'applicazione del r.d.l. n. 1607/1932. Diversamente da quanto visto con riguardo alla liquidazione coattiva dei contratti di borsa conclusi con l'intervento di un agente di cambio e disciplinati dall'art. 44, l. n. 272/1913, così come modificato dall'art. 12, r.d.l. n. 815/1932, la liquidazione dei contratti di borsa conclusi con l'intervento delle banche prevista dal r.d.l. n. 1607/1932 non risulta invece abrogata dall'art. 214, comma 1, lett. *l*, d.lgs. n. 58/1998.

[81] Per la disciplina del diritto di sconto anteriore al 1932, v., *supra*, parr. 4 e 5.3.3. Sulla nuova disciplina del diritto di sconto, cfr. Supino, *Il r.d.l. 30*

6.3. *La legge bancaria del 1936-38: la sovrintendenza unica e i controlli sul mercato primario*

L'art. 43 del d.l. 12 marzo 1936, n. 375, contenente «Disposizioni per la difesa del risparmio e per la disciplina della funzione creditizia», devolve, rispettivamente, al Comitato dei ministri e all'Ispettorato, le funzioni e facoltà attribuite al Ministero delle finanze e all'Istituto di emissione dalle disposizioni sull'ordinamento delle borse di commercio e dai successivi provvedimenti modificativi di essa, dai relativi regolamenti di esecuzione e dal d.l. n. 815/1932. Tale scelta non ha, tuttavia, concreta realizzazione. L'art. 105 della l.b. rinvia, infatti, l'attuazione dell'art. 43 cit. a

giugno 1932 cit., pp. 129-130; l'autore accoglie favorevolmente la nuova disciplina, sulla base delle seguenti argomentazioni: «l'art. 13 della legge 1913 sanciva espressamente tale diritto. Esso è per vero da condannarsi, tanto sotto l'aspetto giuridico quanto sotto l'aspetto economico. Giuridicamente esso viola l'art. 1174 del codice civile (del 1865) per cui "ciò che si deve a tempo determinato non si può esigere prima della scadenza del termine". Economicamente il diritto di sconto si vuole sostenere per impedire le vendite allo scoperto, le quali, producendo il ribasso dei titoli stessi, danneggiano il credito dello Stato. Questo però è un errore, perché lo Stato non deve ingerirsi nella speculazione, né dettare provvedimenti che tendano a favorire alcuni speculatori a danno di altri [...]. Soltanto in circostanze eccezionali, analoghe a quelle che suggeriscono altri provvedimenti, come i calmieri, le moratorie, etc. può giustificarsi quel diritto. In casi normali il diritto di sconto una volta praticato produce un aumento fittizio dei titoli che non è meno pericoloso del ribasso»; tant'è che nella seduta del 22 gennaio 1925 il Senato approva un ordine del giorno in cui, tra l'altro, invita il governo «a sollecitare la riforma della legge 20 marzo 1913 sull'ordinamento delle borse, abolendo nella medesima il diritto di sconto, come strumento normale delle contrattazioni, e dando invece al governo la facoltà di sancirlo in circostanze eccezionali a tutela del pubblico credito»; a tali concetti, secondo l'autore, risponde appunto l'art. 17, r.d.l. n. 815/1932. Favorevole alla disciplina del diritto di sconto così come congegnata dall'art. 17 del r.d.l. del 1932 è anche F. Martinenghi, *La riforma della legislazione sulle borse valori*, in «Rivista italiana di scienze commerciali», 1949, p. 141; opposta invece la posizione dell'Istituto per l'unificazione del diritto privato (*Studio per una eventuale riforma della legislazione italiana sulle Borse Valori* cit., p. 26), che ritiene la norma «antieconomica ed antigiuridica per essere a vantaggio di una sola delle parti contraenti» e ne auspica l'abrogazione. Ritiene invece che la facoltà di esercitare il diritto di sconto debba essere estesa anche al venditore Colagrosso, *Lineamenti di una riforma* cit., p. 126. L'istituto è in ogni caso di scarsa utilità pratica considerata la sua pressoché nulla applicazione (*Studio per una eventuale riforma della legislazione italiana sulle Borse Valori* cit., p. 26).

un provvedimento governativo mai adottato, cosicché la competenza in materia di borse, in spregio al principio della «sovrintendenza unica» del mercato finanziario, resta al ministro del Tesoro, secondo quanto già previsto dalla l. n. 815/1932[82].

Come vedremo, si farà, invece, strada negli anni Sessanta del secolo scorso l'idea di affidare a un apposito organo di vigilanza istituito presso la Banca d'Italia poteri di controllo sulle società quotate in borsa; ma anche tale progetto verrà messo da parte preferendosi, invece, in linea con le soluzioni seguite in altri paesi, la creazione di un organismo *ad hoc*.

Un coinvolgimento della Banca d'Italia si ha, fin da subito, in un altro settore del mercato mobiliare: la prospettiva pubblicistica, che caratterizza la legislazione di borsa di questo periodo, impronta, infatti, anche la neonata disciplina del c.d. «mercato primario». Precisamente, gli artt. 2, u.c., e 45, l.b., assoggettano ad autorizzazione della Banca d'Italia le emissioni di azioni, di obbligazioni e di ogni altro valore mobiliare nei casi di: *i)* titoli per i quali è richiesta l'ammissione alla quotazione in borsa; *ii)* nuove emissioni di titoli già quotati; *iii)* titoli da collocarsi tramite il sistema bancario[83].

Tale disciplina costituisce l'antecedente storico dell'art. 129 del t.u.b. del 1993 e nulla ha a che vedere con le disposizioni sulla sollecitazione del pubblico risparmio degli anni 1974-83. I controlli della Banca d'Italia sul mercato primario dei valori mobiliari, ispirati a esigenze di stabilità, avranno lunga vita e verranno meno solo con l'approvazione della legge sul risparmio del 2005. La nozione di valore mobiliare, che qui per la prima volta compare, segna i limiti di applicazione di tali controlli. È una nozione ristretta, coincidente, grosso modo, con quella di titoli di massa potenzialmente scambiabili nel mercato.

[82] Cfr. F. Carbonetti, *Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob)*, in *Enciclopedia Giuridica Treccani*, VII, Roma 1988, p. 1; Costi, *Il mercato mobiliare* cit., p. 23.

[83] La Corte d'appello di Roma riterrà sottoposta all'autorizzazione della Banca d'Italia ogni emissione di azioni destinate a essere quotate in borsa, anche se conseguenti a un aumento gratuito di capitale: decreto 16 dicembre 1974, in «Giur. comm.», II, 1975, p. 809, con nota critica di A. Gambino, *Autorizzazione della Banca d'Italia per gli aumenti di capitale gratuito non superiori a L. 500 milioni di società con azioni quotate in borsa?*

7. *Le modifiche alla legislazione fascista successive alla Costituzione repubblicana*

Come correttamente rilevato,

> il crollo del regime fascista e l'avvento, con la Costituzione repubblicana, del regime democratico non modificano la struttura di fondo dell'intermediazione del nostro paese e non comportano alcuna modificazione importante nell'ordinamento della borsa. L'intermediazione finanziaria rimane nella massima parte riserva del sistema bancario. Anche l'ordinamento del mercato mobiliare resta nella condizione nella quale l'aveva costretto il regime fascista: un ordinamento che prende in considerazione soltanto la borsa e che riserva a quest'ultima, sulla base della legge del 1913 e dei provvedimenti del 1925, uno statuto sostanzialmente pubblicistico imperniato sull'attività di una categoria di professionisti, gli agenti di cambio, ai quali è riservata l'attività di negoziazione, ma anche inibita ogni attività diversa dal negoziare per conto altrui [cosicché] per assistere al primo e profondo mutamento è necessario attendere la metà degli anni settanta, e più esattamente la legge 7 giugno 1974, n. 216[84].

Tale valutazione è pienamente condivisibile, ma non va sottaciuto che, con la caduta del regime, vengono modificati quegli istituti e quelle norme che più degli altri avevano risentito dell'ideologia del cessato regime. In tale ottica, si segnalano, tra gli altri: *a)* i provvedimenti per la riassunzione nel ruolo degli agenti di cambio dispensati perché di stirpe ebraica (d.l.l. 1° novembre 1944, n. 388), e di quelli dimessi per motivi politici durante il regime fascista (d.l.l. 12 aprile 1946, n. 318); *b)* il d.l.l. 18 settembre 1944, n. 250, che riforma la composizione dei Comitati direttivi degli agenti di cambio, ripristinandone il sistema elettivo.

Sulla disciplina degli agenti di cambio incidono, inoltre, numerosi altri interventi normativi; *a)* il d.l.l. 19 aprile 1946, n. 321, contenente norme per i concorsi ad agente di cambio, e per le tariffe per le prestazioni degli agenti medesimi (le disposizioni relative al reclutamento degli agenti di cambio sono, successi-

[84] Costi, *Il mercato mobiliare* cit., p. 24.

vamente, sostituite dalla legge 13 maggio 1956, n. 515); *b)* la legge 21 marzo 1958, n. 253, con il relativo regolamento (d.p.r. 6 novembre 1960, n. 1926), che disciplina in genere l'esercizio della professione di mediatore; *c)* la legge 29 maggio 1967, n. 402, che regola l'ordinamento professionale degli agenti di cambio, istituendo, fra l'altro, i consigli dell'ordine e la successiva legge 29 dicembre 1967, n. 1216, che ne modifica alcune disposizioni e ne detta le relative norme di attuazione.

Soprattutto, come vedremo di seguito, la tutela costituzionale del risparmio (art. 47 Cost.) consente l'adozione di provvedimenti legislativi in materia di emittenti, prima, e di intermediari e gestori del risparmio collettivo, poi, che segnano il passaggio dalla prima fase della legislazione del mercato mobiliare, incentrata fino ad allora sulla borsa, alle fasi successive, caratterizzate dalla progressiva estensione della stessa agli altri attori e segmenti del mercato.

III.
L'ESTENSIONE DELLA DISCIPLINA DEL MERCATO MOBILIARE DALLE BORSE AGLI EMITTENTI TITOLI IN ESSE QUOTATI

1. La tutela costituzionale del risparmio in tutte le sue forme e l'accesso del risparmio popolare all'investimento azionario. – 2. I vari progetti di riforma delle società e delle borse e l'intervento legislativo del 1974. La scelta di istituire un organo *ad hoc* di vigilanza sulle borse e le società quotate. – 3. L'assetto giuridico della CONSOB: dal d.l. n. 95/1974 alla l. n. 216/1974. – 4. La nuova distribuzione delle competenze in materia di borse valori e l'istituzione del mercato ristretto. – 4.1. Il doppio passaggio di competenze dagli organi locali di borsa alla CONSOB e da quest'ultima ai primi per via di delega. Il riparto di poteri tra la CONSOB e il ministro del Tesoro. – 4.2. La disciplina sostanziale delle borse. – 4.2.1. Le tessere personali per l'ingresso in borsa e la nuova disciplina dell'ammissione dei titoli alla quotazione. La mancata adozione del regolamento di ammissione alla quotazione e la politica di «pulizia dei listini». – 4.2.2. Gli interventi sulle operazioni di borsa e sugli operatori. – 4.2.3. La mancata attivazione dei poteri in materia di formazione dei listini. – 4.3. La sentenza della Cassazione penale del 1975 sul divieto per gli agenti di cambio di partecipare alle riunioni dei «borsini» e la legge sul mercato ristretto.– 5. La disciplina delle società quotate in borsa e al mercato ristretto. – 5.1. Le «deviazioni» dal modello civilistico delle s.p.a. e il controllo contabile. – 5.2. La trasparenza delle società quotate: il ruolo della CONSOB di «filtro» dell'informazione societaria. – 5.3. La disciplina delle società quotate al mercato ristretto. – 6. Le disposizioni sulle società finanziarie e sull'offerta al pubblico.

1. *La tutela costituzionale del risparmio in tutte le sue forme e l'accesso del risparmio popolare all'investimento azionario*

L'art. 47 della Carta fondamentale affida alla Repubblica, e cioè allo Stato comunità, il compito d'incoraggiare e di tutelare il risparmio in tutte le sue forme, quand'anche sganciate dall'esercizio del credito, e di favorire «l'accesso del risparmio popolare [...] al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese». La tutela costituzionale del risparmio non bancario passa, dunque, attraverso l'intervento del legislatore primario. L'art. 47 Cost. è, così, invocato nei disegni di legge sulle società quotate e sulle borse degli anni Sessanta del secolo scorso e nei conseguenti provvedimenti legislativi degli anni Settanta e Ottanta. Ne costituisce l'antecedente logico oltreché storico.

Rispetto a tale dato incontrovertibile, le discussioni della dottrina dell'epoca (e di quella successiva) – se l'espressione «risparmio in tutte le sue forme» si riferisca a ogni forma di surplus monetario di carattere volontario in qualsiasi modo realizzato[85], o soltanto al risparmio come componente del ciclo economico[86], ovvero se, al fine di stabilire quando ricorra la tutela costituzionale del risparmio, occorra tener conto della destinazione giuridica del surplus di denaro, distinguendo, ad es., tra azioni di risparmio e partecipazione azionaria ordinaria[87] – perdono, ai nostri fini, gran parte del loro pur indubbio rilievo.

La tutela costituzionale del risparmio tende, piuttosto, a coincidere con quella del risparmiatore, inteso come investitore in titoli quotati ovvero come consumatore di servizi bancari, finanziari e assicurativi[88]. Ecco allora che l'art. 47 Cost. segna il passaggio da una disciplina del mercato mobiliare circoscritta alle sole borse valori a una disciplina estesa alle società quotate e ai collettori del risparmio diffuso; a un nuovo assetto normativo in cui, so-

[85] Cfr. A. Cerri, A. Baldassarre, *Interpretazione dell'ordinanza di rimessione, Tutela del risparmio, decreti legislativi vincolati*, in «Giur. cost.», 1965, p. 824.

[86] Cfr. F. Merusi, *Commento all'art. 47*, in G. Branca (a cura di), *Commentario della Costituzione*, Bologna-Roma 1980, pp. 183 s.

[87] Ivi, p. 184.

[88] Cfr. G. Alpa, *Il diritto dei consumatori*, Roma 1999, pp. 62 s.

prattutto, la regolamentazione delle borse diventa strumentale e subordinata a quella degli emittenti quotati, dei fondi comuni d'investimento, dell'intermediazione mobiliare.

È perciò, quello dell'art. 47 Cost., un passaggio storico importante, che introduce una chiave di lettura completamente nuova della disciplina del mercato mobiliare.

Se è vero, quindi, che all'entrata in vigore della Costituzione non segue immediatamente alcuna significativa modifica della disciplina del mercato mobiliare, è vero anche che, da quel momento, muta radicalmente l'obiettivo di ogni intervento normativo in materia, incentrato, da allora in poi, sulla tutela del risparmio. Inoltre, la prevalenza della tutela del risparmio rispetto ad altri interessi pubblici, che pure ispirano la disciplina del mercato mobiliare, non riguarda soltanto il legislatore, ma anche le autorità di vigilanza nella loro attività di regolazione.

2. *I vari progetti di riforma delle società e delle borse e l'intervento legislativo del 1974. La scelta di istituire un organo* ad hoc *di vigilanza sulle borse e le società quotate*

Dopo la ricostruzione postbellica e per tutti gli anni Cinquanta si ha una lunga fase espansiva, in cui la forte crescita dei corsi azionari accompagna il generale boom dell'economia italiana. Il numero delle società quotate rimane sostanzialmente invariato e, tra queste, crescono i settori assicurativo, finanziario ed elettrico. In questa fase iniziano a essere quotate le *holdings* accanto alle società operative controllate attraverso partecipazioni incrociate[89].

Con i primi anni Sessanta il ciclo di espansione economica rallenta: la crescita dell'inflazione e l'andamento negativo della bilancia dei pagamenti portano a un'inversione di tendenza, men-

[89] In questa situazione di espansione del mercato, nel 1956, vengono proposte dal ministro delle Finanze, Roberto Tremelloni, nuove norme tributarie che impongono agli intermediari di borsa la comunicazione quotidiana di tutti i contratti a termine conclusi. Le immediate proteste degli agenti di cambio paralizzano l'attività della borsa per qualche mese. L'obbligo è aggirato, introducendo una forma di contratto per contanti a liquidazione differita, che è definitivamente approvata nel 1958.

tre l'intervento crescente dello Stato nell'economia agisce come un fattore depressivo sulla borsa. I beni rifugio, come i titoli di Stato e a reddito fisso, acquistano maggior peso rispetto al mercato azionario. La nazionalizzazione dell'industria elettrica comporta la cancellazione dal listino di alcuni tra i titoli più scambiati; altri sono interessati da processi di concentrazione finanziaria.

Con l'inizio degli anni Settanta la borsa perde così, quasi completamente, la sua funzione di finanziamento della crescita industriale. Il risparmio è sempre più dirottato verso il fabbisogno pubblico, sostenuto da alti tassi d'interesse, e l'attività sui titoli azionari si riduce a passaggi dei pacchetti di controllo e a operazioni di puro carattere speculativo.

Gli anni Settanta sono, però, anche quelli in cui la piazza milanese acquista un peso crescente nel quadro della rete nazionale delle borse valori. Gli istituti bancari, principali motori dell'operatività delle borse italiane, si dotano di strumenti per la gestione centralizzata degli ordini e iniziano a convogliare tutte le operazioni presso un'unica sede, nella maggior parte dei casi a Milano. Da allora, le altre nove borse possono contare solamente sulla clientela privata e sulle più piccole banche locali.

Nel frattempo, si susseguono vari progetti di riforma[90], che condurranno all'approvazione del d.l. n. 95/1974, poi convertito, con rilevanti modifiche, nella l. n. 216/1974.

È di tali progetti di riforma che, sia pur brevemente, si dà conto qui di seguito.

Il tema di una nuova disciplina del mercato mobiliare s'intreccia con quello della riforma delle società, oggetto di ampio dibattito dottrinario[91]. Il progetto di riforma Ascarelli, presentato in Parlamento dall'onorevole Villabruna nel 1956 e riproposto con alcune modifiche da La Malfa e Lombardi nel 1958, non prevede, però, forme di controllo esterno sulle società quotate.

Affidano, invece, il controllo esterno sulle società quotate alla

[90] Sul susseguirsi di tali progetti, cfr. P.G. Marchetti, *La regolamentazione delle società quotate*, in CONSOB, *Dall'Unità ai giorni nostri: 150 anni di borsa in Italia*, Roma-Milano 2011, pp. 43 ss. e 55 ss.

[91] Cfr. F. Fenghi, A. Santamaria (a cura di), *La riforma delle società di capitali in Italia*, *Atti del Convegno tenutosi a Venezia nel 1966*, Milano 1968.

Banca d'Italia, o a un organo alle sue dipendenze[92] – così riproponendo, per altra via e sotto diversi profili, il principio della «sovrintendenza unica» ventilato nella legge bancaria del 1936-38 – i progetti Santoro-Passarelli (1962), De Gregorio (1964) e De Gennaro-Visentini (1967)[93]. Ma, già all'interno della Com-

[92] «La scelta di costituire un apposito ufficio presso la Banca d'Italia veniva giustificata con la maggiore agilità e funzionalità che la banca centrale aveva maturato nella lunga esperienza svolta a tutela del risparmio, intendendosi così costituire un pieno parallelismo nell'esercizio della vigilanza sul mercato mobiliare e sul sistema creditizio», così F. Piga, A. Segni, *Società e Borsa (Commissione nazionale per le)*, in *Enc. del dir.*, XLII, Milano 1990, p. 1131.

[93] Progetto Santoro-Passarelli, in «Riv. soc.», 1964, pp. 431 ss. In particolare il progetto prevede (pp. 438 ss.) che «per l'attuazione del controllo dovrebbe essere creato un organo pubblico, alle dipendenze della Banca d'Italia, e cioè del Governatore. Quest'organo dovrebbe costituire una sezione speciale dell'organo di vigilanza sul risparmio [...]. L'organo di vigilanza sul risparmio dovrebbe cioè risultare di due sezioni: una della vigilanza sulle aziende di credito, l'altra di vigilanza sulle società [...]. Il controllo si attuerebbe attraverso un revisore. L'organo di vigilanza nominerebbe il revisore per ciascuna società [...]. Il commissario potrebbe essere revocato esclusivamente dall'organo di vigilanza [...]. Il pubblico revisore sostituirebbe l'attuale collegio sindacale, avendo analoghi poteri e funzioni [...]. Il pubblico revisore farebbe periodiche relazioni all'organo di vigilanza e segnalerebbe allo stesso [...] ogni irregolarità ed anormalità che riscontrasse nella gestione della società; redigerebbe per l'assemblea una relazione dettagliata sul bilancio e sul conto perdite e profitti, motivando sui punti in cui consente e sui punti in cui dissente, e prospettando le eventuali modificazioni da apportare al bilancio e al conto perdite e profitti. L'organo di vigilanza potrebbe in ogni tempo chiedere informazioni al pubblico revisore e disporre che egli svolga indagini su punti particolarmente segnalatigli. Su tutte le informazioni, notizie e dati che venissero a conoscenza dell'organo di vigilanza [...]» quest'ultimo «sarebbe tenuto alla riservatezza, fino a quando gli accertamenti eseguiti non dovessero costituire il presupposto per l'esperimento di azioni o la richiesta di provvedimenti dell'autorità giudiziaria [...]. L'organo di vigilanza potrebbe impugnare [...] le deliberazioni assembleari nei casi previsti dal codice e [...] le deliberazioni del bilancio, quando fossero stati violati i criteri legali in tema di bilanci e conti perdite e profitti [...]. L'organo di vigilanza potrebbe inoltre, qualora dalle indagini svolte dal pubblico revisore o dalle segnalazioni dello stesso risultassero gravi irregolarità nell'adempimento dei doveri degli amministratori, promuovere dal tribunale gli opportuni provvedimenti cautelari, richiedendo, altresì, nei casi più gravi, la revoca degli amministratori e la loro sostituzione con un amministratore giudiziario [...]. L'organo di vigilanza potrebbe anche chiedere la sospensione delle quotazioni per un tempo determinato o indeterminato, fermi rimanendo i controlli previsti per le società quotate in borsa, quando ciò fosse richiesto per la tutela del risparmio; o la riammissione alla quotazione quando le ragioni che hanno determinato la so-

spensione fossero state superate [...]». Il progetto non tocca il riparto dei poteri sulla borsa, onde le competenze in materia di quotazione restano alle camere di commercio. Incide, invece, sui requisiti di ammissione e ritiene, inoltre, necessaria l'introduzione di norme volte a impedire che sul mercato del risparmio diffuso operino società non quotate in borsa, quali: vietare l'organizzazione di mercati non ufficiali, vietare agli agenti di cambio e alle banche la pubblicazione di listini, disciplinare l'attività degli agenti di cambio e delle banche rispetto alle azioni non quotate in borsa.

Progetto De Gregorio, in «Riv. soc.», 1966, pp. 93 ss. Il progetto prevede per le società quotate (ivi, pp. 154 ss.) un triplice intervento: sulla disciplina dell'ammissione a quotazione; sulla tutela patrimoniale degli azionisti-risparmiatori, anche in attuazione dell'art. 47 Cost.; sui controlli esterni. Sotto il primo dei profili considerati, il progetto pone l'accento sulla quotazione della società piuttosto che dei titoli da essa emessi, prevedendo una serie di requisiti nel rispetto dei quali consentire l'ammissione; prevede l'ammissione d'ufficio alla quotazione «al fine di evitare il verificarsi di ipotesi [...] per le quali società che ricorrono ampiamente al pubblico risparmio attraverso una ampia ed intensa negoziazione dei loro titoli non richiedano l'ammissione alla quotazione, proprio allo scopo di sottrarsi alla più rigorosa disciplina dettata dalla nuova legge, e si avvalgano, invece, di mercati organizzati fuori borsa»; assegna la competenza ad adottare il provvedimento di ammissione al ministro del Tesoro, su proposta dell'organo di vigilanza, che a sua volta acquisisce previamente il parere degli organi locali di borsa; e ciò «in considerazione della rilevanza generale, se non addirittura pubblica, che il fenomeno della quotazione di borsa presenta». Il progetto prevede, in secondo luogo, una disciplina *ad hoc* delle azioni di risparmio. Infine, come già il progetto Santoro-Passarelli, il progetto De Gregorio assegna il controllo sulle società quotate a un organo, istituito presso la Banca d'Italia, in considerazione dell'esigenza di tutela del pubblico risparmio in generale e dell'introduzione della categoria delle azioni di risparmio senza diritto di voto. Così, sul punto, la relazione al progetto (ivi, pp. 163-164): «premesso che la vigente legislazione prevede già un sistema di vigilanza governativa sulle aziende di credito, ed affida l'esercizio di tale funzione alla Banca d'Italia, il programma di Governo, evidentemente con lo scopo di richiamare l'attenzione sullo strumento già esistente e con l'intento di inserire la vigilanza sulle società per azioni entro le linee del sistema già in atto, ha chiaramente manifestato che il nuovo organo di vigilanza debba porsi accanto all'organo di vigilanza sulle aziende di credito presso la Banca d'Italia [...]. La conclusione normativa adottata [...] corrisponde alle funzioni alle quali l'organo deve adempiere, funzioni [...] intese ad assicurare "la tutela delle minoranze ed il controllo nell'osservanza della legge". Si tratta [...] di un controllo di legittimità degli atti compiuti dagli organi sociali, ancorché a detto termine si intenda dare la più lata significazione; ma in ogni caso è escluso ogni controllo di merito che incida nella determinazione delle scelte economico-amministrative della società. Essendo questa la funzione della vigilanza [...] si chiarisce ulteriormente perché l'esercizio di essa debba essere affidato ad un organo tecnico, istituzionalmente titolare di ampie competenze in ordine ai controlli nelle aziende e, fra l'altro, meglio di ogni altro organizzato per il più efficiente esercizio di un tale controllo». Il progetto prevede, infine, anticipando di qualche decennio gli interventi normativi poi realizzati in materia, una disciplina delle società di investimento

missione De Gregorio, i commissari Auletta e Giannotta redigono una relazione di minoranza da cui emerge l'idea di affidare la disciplina dei mercati finanziari a un organo indipendente e autonomo[94]. Il governatore della Banca d'Italia dell'epoca, d'altro canto, pur esprimendo larga adesione al progetto, manifesta una netta preferenza per una disciplina più rigorosa sul piano civilistico rispetto a forme di controllo esterno[95]. Proposte di modifica sono avanzate poi dal CNEL[96] e in altre sedi specializzate[97].

Seguono, tra i progetti che prevedono l'istituzione di un organismo *ad hoc*, la proposta Lombardi (1972)[98] e il progetto Marchetti (1973)[99]. Nella relazione illustrativa di quest'ultimo si chiarisce che l'organismo di nuova istituzione debba porsi «in posizione neutrale rispetto al mercato, con la funzione di assicurare una corretta informazione dei risparmiatori e il regolare svolgimento delle contrattazioni in borsa»[100].

mobiliare (art. 66) e dei fondi comuni di investimento mobiliare (artt. 72 ss.), attribuendone la vigilanza al medesimo organo incaricato della vigilanza sulle società quotate.

Progetto De Gennaro-Visentini, in «Riv. soc.», 1967, p. 350. Il progetto continua ad affidare la vigilanza sulle società quotate alla Banca d'Italia, ma si fa strada anche l'idea, ancorché minoritaria, di istituire un organo collegiale *ad hoc*, di nomina governativa. Rilevante anche in tale progetto, come già nel progetto De Gregorio, la previsione di una disciplina delle società d'investimento mobiliare (art. 77) e dei fondi comuni d'investimento mobiliare (Tit. V).

[94] «Riv. soc.», 1966, pp. 397 ss. e 398 s.

[95] Ivi, pp. 397 ss. e 415 s.

[96] Ivi, pp. 189 ss.

[97] Cfr. *Atti del Convegno internazionale di studi sulla riforma delle società per azioni* (Venezia, 6-7-8 ottobre 1966), a cura dalla rivista delle società.

[98] «Riv. soc.», 1972, pp. 172 ss. Il progetto richiama, a supporto della soluzione dell'organo *ad hoc*, le soluzioni adottate in altri paesi (ivi, pp. 180 s.). È, inoltre, prevista una disciplina dedicata alle offerte pubbliche di acquisto e di scambio aventi a oggetto titoli quotati in borsa. Oggetto di disciplina sono, non solo i profili di trasparenza dell'offerta, ma anche il procedimento d'offerta (offerte in aumento e concorrenti) e le regole di comportamento che devono essere seguite in corso della stessa (irrevocabilità dell'offerta, disciplina delle operazioni di borsa aventi a oggetto i titoli oggetto di offerta); profili tutti che troveranno una risposta normativa soltanto con la l. n. 149/1992.

[99] «Riv. soc.», 1973, pp. 270 ss.

[100] Lo rileva Carbonetti, *Commissione nazionale* cit., p. 1. Nella relazione allo schema di disegno di legge si legge poi testualmente che «l'interesse da proteggere è stato individuato nell'esigenza di assicurare il miglior funzionamento della

Finalmente, la proposta dell'allora ministro del Tesoro La Malfa prevede l'istituzione di una Commissione per il mercato mobiliare dotata di ampi poteri che poi si traducono nella l. n. 216/1974[101]. Man mano che si passa da un progetto all'altro i poteri della Commissione, tuttavia, si riducono e ciò avviene finanche nel passaggio dal d.l. 8 aprile 1974, n. 95, alla legge di conversione n. 216/1974[102].

struttura organizzativa della società e non già [...] nella prospettiva di agevolare lo Stato nella realizzazione delle proprie scelte programmatiche. Non si è voluto, cioè, attribuire all'organo di vigilanza il compito di agire coma *longa manus* degli organi pubblici della programmazione e quindi come strumento d'interferenza pubblicistica nell'autonomia di gestione delle società quotate in borsa. È apparso infatti evidente che la disciplina giuridica del particolare congegno associativo che è la società per azioni non può essere modellata in funzione di una pretesa responsabilità verso il programma nazionale. Essa deve per contro corrispondere a due fondamentali esigenze: da un lato, attuare la tutela dei terzi, in relazione al principio della limitazione della responsabilità al patrimonio sociale; dall'altro, predisporre una equilibrata tutela dei singoli azionisti in relazione alla loro concorrente partecipazione all'organismo societario e in vista delle iniziative e dei poteri dei soggetti incaricati della gestione sociale. Essendosi dunque individuata nella protezione del pubblico risparmio la necessità di istituire un sistema di vigilanza governativa sulle società per azioni, è apparso consequenziale escludere, dai compiti dell'organo a ciò preposto, ogni potere diretto a interferire nel merito della gestione sociale. Si è peraltro considerato che una interferenza siffatta, pur non essendo concretamente realizzabile, giacché i rilievi e le proposte dell'organo di vigilanza si risolverebbero, in definitiva, in appelli all'assemblea, sovrana nell'esercizio del proprio potere decisorio, influenzerebbe negativamente il pubblico dei risparmiatori, con inevitabili ripercussioni anche sul funzionamento dell'assemblea», in «Riv. soc.», 1973, pp. 291 s.

[101] Ivi, 1974, p. 370.

[102] Sulla nuova disciplina introdotta dalla l. n. 216/1974, cfr., tra i contributi più rilevanti: G. Castellano, *La nuova disciplina del controllo pubblico sulle società per azioni*, in «Giur. comm.», I, 1974, p. 195; G. Cottino, *La Commissione per la società e la borsa: luci ed ombre della mini riforma*, in «Giur. comm.», I, 1974, pp. 439 ss.; G. Ferri, *Il d.l. 8 aprile 1974, n. 95 e le modificazioni apportate in sede di conversione*, in «Riv. dir. comm.», 1974, p. 189; F. Galgano, *Giudizio sulla riforma stralcio delle s.p.a.*, in «Giur. comm.», I, 1974, p. 425; G. Minervini, *L'istituzione del controllo pubblico sulle società per azioni. Prime valutazioni*, in «Giur. comm.», I, 1974, pp. 539 ss.; G. Santini, *I «buchi» della riforma*, in «Giur. comm.», I, 1974, p. 439; L. Desiderio, *Note sulla Commissione nazionale per le società e la borsa*, in «Banca borsa», I, 1975, p. 148; A. Mignoli, *Il controllo pubblicistico sulle società per azioni: la Consob*, in AA.VV., *La riforma stralcio delle società per azioni e la piccola riforma delle borse valori*, Milano 1975. Per un primo commento alla legge, cfr. R. Nobili, M. Vitale, *La riforma delle società per azioni*, Milano 1975.

Nonostante i suoi limiti, la riforma ha, però, un rilievo epocale per il mercato mobiliare.

La creazione di un organismo dedicato, con il compito di sorvegliare il mercato dei titoli azionari al fine di restituire la fiducia ai risparmiatori, s'inserisce in un quadro internazionale coerente e già da tempo delineato. Dopo la grande crisi dei mercati finanziari mondiali avvenuta nel 1929 molti paesi creano, infatti, organi di controllo *ad hoc*. Negli Stati Uniti è istituita nel 1935 la Securities and Exchange Commission (SEC) e in Europa organi similari si costituiscono prima in Belgio con la Commission Bancarie sorta nel 1935 e successivamente in Francia dove viene istituita la Commission des Opérations de Bourse (COB) nel 1967.

Il d.l. n. 95/1974, come convertito dalla citata l. 216 dello stesso anno[103], introduce, poi, per le società quotate in borsa, obblighi di pubblicità dei bilanci e di trasparenza dell'attività sociale prima inesistenti. È, come accennato, un punto di svolta rispetto al *corpus normativo* formatosi nel solco della legislazione del 1913, confinato alla regolamentazione delle sole borse e dei soli agenti di cambio. La nuova legge mira, come si legge nella relazione governativa al d.d.l. di conversione in legge del d.l. n. 95/1974, a «restituire all'investimento azionario la fiducia dei risparmiatori» al fine di «riattivare il flusso degli investimenti nei settori produttivi particolarmente provati dalla congiuntura». Ebbene, nel perseguimento di tale finalità rileva la concentrazione dei poteri in materia di borse valori e delle nuove competenze in materia di società quotate in capo a un unico organo: è questa la novità maggiormente significativa della legge istitutiva della CONSOB. Il mutamento di prospettiva è evidente; se ne ha traccia nelle prime sortite ufficiali della Commissione[104].

[103] La legge di conversione consta di due articoli. Il primo converte in legge, con modificazioni, il d.l. n. 95/1974, il secondo delega il governo a dettare disposizioni sul controllo contabile e la certificazione dei bilanci delle società quotate in borsa (d.p.r. n. 136/1975) e sul conto dei profitti e delle perdite delle società finanziarie, fiduciarie, delle assicurazioni e aziende di credito (d.p.r. n. 137/1975), nonché disposizioni volte a coordinare, con le attribuzioni della CONSOB, le norme sull'organizzazione e il funzionamento delle borse e le forme di controllo e di ispezione nel settore dell'attività creditizia e delle partecipazioni statali (d.p.r. n. 138/1975).

[104] Cfr. CONSOB, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1975* (d'ora in poi

Precisamente, la l. n. 216 e due dei tre relativi decreti attuativi (i nn. 136 e 138 del 1975, concernenti rispettivamente la revisione dei bilanci e le borse):

a) stabiliscono un nuovo assetto dei poteri di vigilanza sulle borse;

b) introducono una disciplina delle società con titoli quotati in borsa[105];

CONSOB, *Relazione* e relativo anno), pp. 12 s., secondo cui «l'elemento veramente qualificante del nuovo assetto normativo è rappresentato dalla concentrazione, nello stesso organo, delle competenze che riguardano le società e di quelle relative alla borsa. Infatti, se l'obiettivo principale è quello di rivitalizzare la borsa, riaffermandone la funzione di strumento di raccolta di mezzi finanziari per le imprese, il passaggio obbligato in questa direzione è costituito da un oculato esercizio dei poteri di controllo sulle società, al fine di porre i potenziali investitori nella condizione di conoscere la reale situazione patrimoniale e gestionale, indispensabile per il loro raccostamento al mercato borsistico. In questa prospettiva la Commissione ritiene di poter sciogliere [...] uno dei nodi del problema, quello cioè della mancanza di una reale informazione del pubblico dei risparmiatori, causa non ultima del suo progressivo allontanarsi dalla borsa». Parzialmente diversa la ricostruzione di Piga, Segni, *Società e borsa* cit., p. 1131, secondo i quali «la funzione fondamentale della Consob» è, all'epoca, «rappresentata dal controllo dei mercati di borsa»; e ciò in quanto «la vigilanza sulle società quotate, concretantesi nella verifica della situazione contabile e nella informazione sulla loro gestione a favore degli investitori e a tutela delle minoranze nelle assemblee» costituisce sostanzialmente «una competenza strumentale alla precedente». Sulla novità della riforma, cfr. anche Marchetti, *La regolamentazione delle società quotate* cit., secondo cui (p. 61) «se pure le soluzioni sulla supervisione esterna si ispirano largamente ai progetti di riforma di quasi un decennio prima, due sono le novità di fondo di questo nuovo sussulto riformatore. Da un lato, si affida il controllo a un organo ad hoc abbandonando la soluzione di attribuirlo alla Banca d'Italia. Dall'altro canto, si rafforza l'idea che l'efficienza del mercato dipende non solo dalla quantità e qualità dell'informazione sugli emittenti, ma anche dalla organizzazione e dal funzionamento tecnico del mercato stesso. Di qui, appunto, l'esigenza di un unico organo di controllo: la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa»; e ancora (p. 62), «nella l. 216 e nei suoi tre decreti delegati si concentrano per la prima volta nella storia della legislazione dell'Italia unita delle nostre materie vari filoni di disciplina. Quello attinente alla struttura istituzionale, all'organizzazione e al funzionamento della borsa [...], quello attinente agli attori di questo mercato [...], quello degli emittenti e dei prodotti [...]».

[105] La legge del 1913 può considerarsi uno, ma non l'unico, fattore di arretratezza della borsa italiana in virtù della mancata previsione di una disciplina di trasparenza degli emittenti quotati. Cfr., in proposito, A. Segni, *I Mercati e i valori mobiliari*, in S. Cassese (a cura di), *Trattato di Dir. Amm.*, Milano 2003, il quale annovera tra gli altri fattori dell'arretratezza della borsa italiana la crisi

c) prevedono una prima embrionale competenza della CONSOB al di fuori del mercato borsistico in senso stretto e ravvisabile nel potere di ammettere d'ufficio alla quotazione titoli abitualmente e largamente negoziati (fuori borsa) di cui all'art. 1/3, lett. *d*, l. n. 216/1974, e di stabilire forme e contenuti della trasparenza delle offerte al pubblico di acquisto e di vendita di azioni e obbligazioni convertibili di cui all'art. 1/18 l. n. 216 cit.[106].

Tale ultima previsione avrà notevoli sviluppi negli anni a venire, costituendo dal 1983, anno della legge sui fondi comuni d'investimento mobiliare aperti, e almeno fino alla legge sulle SIM del 1991, la cartina al tornasole della tutela del c.d. «risparmio inconsapevole».

Infine, a parte l'art. 1/3, lett. *g*, l. n. 216/1974, che attribuisce alla CONSOB il limitato potere di assicurare la regolarità e i modi di finanziamento delle operazioni di intermediazione, nessuna disposizione è prevista dalla legge istitutiva di tale organo sull'intermediazione mobiliare[107].

del 1929 e le esigenze postbelliche che, segnando l'inizio dell'intervento diretto dello Stato nell'economia, portano all'istituzione della banca pubblica e a un sistema sostanzialmente bancocentrico.

[106] Carbonetti, *Commissione nazionale* cit., p. 2. Sulla limitatezza dei poteri in materia di offerte al pubblico, cfr. CONSOB, *Relazione 1975*, p. 18, laddove si lamenta: che la disposizione ha «una portata molto limitata e costituisce solo un primo passo verso una disciplina che necessariamente dovrà essere ben più articolata, essendo il fenomeno delle offerte pubbliche estremamente complesso e tale, per sua natura, da produrre rilevanti conseguenze sul regolare andamento del mercato mobiliare»; che «i poteri riconosciuti alla Commissione [...] attengono più agli aspetti formali delle offerte [...] che non al loro contenuto sostanziale. È previsto, infatti, che la Commissione possa stabilire solo i modi in cui l'offerta deve essere resa pubblica, nonché i dati e le notizie che deve contenere. E invero, ciò non sembra sufficiente ai fini di una adeguata tutela del pubblico risparmio, atteso che la Commissione non dispone, in materia, di poteri autorizzatori e, pertanto, non potrebbe nemmeno vietare un'offerta ritenuta non valida o non opportuna, in relazione alle condizioni di mercato». A parte tale ultimo profilo i successivi sviluppi della disciplina delle offerte al pubblico accresceranno, come vedremo, non soltanto il novero delle operazioni assoggettate ai poteri CONSOB, ma anche il contenuto e la portata dei medesimi.

[107] Nella *Relazione 1975*, pp. 27 s., la CONSOB rileva che «un migliore funzionamento del mercato borsistico in Italia passa anche attraverso un coordinamento della funzione di intermediazione svolta dalle banche e dagli agenti di cambio, nonché dalle società commissionarie di borsa e dalle finanziarie»; e che «è indubbio che una soluzione razionale non potrà non favorire una mag-

3. *L'assetto giuridico della CONSOB: dal d.l. n. 95/1974 alla l. n. 216/1974*

La CONSOB è, all'epoca della sua istituzione, un organo dello Stato, incardinato nel plesso amministrativo che fa capo al Ministero del tesoro, tanto che le disposizioni da essa dettate in materia di borse valori – previste all'art. 1/3, lett. *d*, *e*, *f*, l. n. 216 cit. – sono rese esecutive con decreto del ministro del Tesoro[108]. I relativi atti sono perciò imputabili allo Stato amministrazione.

Di tale organo ci si preoccupa di assicurare in qualche modo l'autonomia, ma la legge di conversione rappresenta un passo indietro rispetto allo statuto legale riconosciutole dal decreto n. 95/1974 e ciò nella convinzione, invero infondata, dell'attribuzione al nuovo organismo di un larghissimo potere discrezionale[109].

Si prevede che la CONSOB sia composta di un presidente e di quattro membri, scelti tra persone di specifica e comprovata esperienza e indipendenza, nominati per cinque anni, con possi-

giore concentrazione degli affari in borsa, evitando in ogni caso un'accentuazione degli oneri di intermediazione». Nonostante gli sforzi della CONSOB di disciplinare surrettiziamente l'attività di intermediazione, avvalendosi di volta in volta dei limitati poteri di trasparenza delle operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio o di controllo sulla regolarità delle operazioni di intermediazione, per una compiuta disciplina dell'intermediazione e l'introduzione dell'obbligo di concentrazione occorrerà attendere la legge sulle SIM del 1991.

[108] Definisce la CONSOB organo amministrativo di controllo, dotato di autonomia amministrativa e contabile nel quadro del Ministero del tesoro, i cui poteri si estrinsecano in atti amministrativi e in operazioni amministrative G. Landi, *Consob*, in «Riv. soc.», I, 1975, pp. 12, 16 e 22 ss. La CONSOB svolgerebbe, invece, un'attività quasi giudiziaria secondo G. Rossi, *Strutture di governo e di garanzia del mercato borsistico: l'azione della Consob e gli interventi legislativi e amministrativi*, in «Rass. parl.», 1982, p. 17; la natura quasi giudiziaria dell'attività della CONSOB andrebbe circoscritta al potere di decidere i ricorsi gerarchici impropri contro gli atti degli organi locali di borsa (art. 29 d.p.r. n. 252/1979) secondo A. Serra, *Borsa valori*, in *Enciclopedia Giuridica Treccani*, V, Roma 1988, p. 5. Sulla natura giuridica della CONSOB, cfr. anche M. Cera, *Le Consob*, Pavia 1986, che, tra l'altro (pp. 7 ss.), collega la tutela pubblicistica degli investitori al superamento delle tradizionali teorie del contrattualismo e dell'istituzionalismo; una ricostruzione delle varie posizioni della dottrina dell'epoca si rinviene in N. Marzona, *L'amministrazione pubblica del mercato mobiliare*, Padova 1988, pp. 61 ss.

[109] Su tali profili, cfr. Minervini, *L'istituzione del controllo pubblico sulle società per azioni* cit., pp. 539 ss.

bilità di un solo rinnovo, con decreto del presidente della Repubblica su proposta del presidente del Consiglio dei ministri previa deliberazione del Consiglio stesso.

Inoltre, alla CONSOB è attribuito il potere di dettare norme regolamentari concernenti la propria organizzazione e il proprio funzionamento, nonché dirette a disciplinare la gestione delle spese, anche in deroga alle disposizioni sulla contabilità generale dello Stato. Ma tali norme devono essere approvate con decreto del presidente della Repubblica su proposta del presidente del Consiglio previa deliberazione del Consiglio dei ministri (art. 1/1, comma 6, l. n. 216/1974)[110]. L'approvazione dei regolamenti istitutivi non è presente nel decreto n. 95/1974, mentre compare nella legge di conversione. Il relatore alla Camera dei deputati, onorevole La Loggia, precisa che «il decreto di approvazione [...] non può ritenersi si esaurisca in un atto meramente formale», trattandosi di «un atto del Governo» con il quale «il procedimento formativo [delle norme] si conclude». Solo successivamente, e cioè con la l. n. 281/1985, il controllo governativo su tali regolamenti verrà limitato a un mero riscontro di legittimità. Al di fuori di tali ipotesi (regolamenti cc.dd. «istitutivi») e a parte la materia delle borse valori, gli atti, anche normativi, della CONSOB non sono, però, assoggettati, già nel vigore della legge istitutiva, a controlli amministrativi.

Rispetto al decreto, che nulla stabilisce in proposito, la legge di conversione prevede che le indennità spettanti al presidente e ai membri siano determinate con decreto del presidente del Consiglio dei ministri su proposta del ministro del Tesoro. E poiché è da supporsi che il decreto, nello stabilire genericamente che la CONSOB provvede all'autonoma gestione delle proprie spese abbia inteso rimettere la determinazione dell'indennità alla Commissione stessa, si tratta di un altro passo indietro, della legge rispetto al decreto, nel cammino per la conquista dell'autonomia.

Anche con riguardo al segreto d'ufficio, opponibile per il decreto alla generalità delle pubbliche amministrazioni, la legge di

[110] Il regolamento concernente l'organizzazione e il funzionamento della CONSOB è approvato con d.p.r. 11 giugno 1979, n. 252, quello concernente l'amministrazione e la contabilità con d.p.r. 11 giugno 1979, n. 297.

conversione segna un passo indietro, escludendo che il segreto sia opponibile al ministro del Tesoro.

«Ad accentuare il collegamento tra la Commissione e il Ministero del tesoro allo scopo di dare un più sicuro fondamento alla responsabilità politica del Governo per l'operato della Commissione stessa»[111], è, poi, la previsione, che compare per la prima volta in sede di conversione in legge, per la quale la CONSOB trasmette al ministro del Tesoro, oltre alle notizie e ai dati dal medesimo richiesti, entro il 30 giugno di ciascun anno, una relazione sull'attività svolta nell'anno precedente e che il ministro, entro il successivo 30 settembre, riferisca al Parlamento sull'attività della Commissione (art. 1/1, commi 8 e 9, l. n. 216/1974). È un obbligo, si direbbe oggi, di *accountability* dell'autorità di vigilanza, pienamente giustificato in un sistema che conferisce alla stessa ampia autonomia e indipendenza dal governo, ma che, all'epoca, è concepito proprio per «agganciare» l'azione della Commissione al meccanismo della responsabilità governativa.

L'istituzione della CONSOB non corrisponde a un pronto avvio dell'operatività dell'organo; la nomina dei componenti avviene, infatti, soltanto con un d.p.r. dell'8 luglio 1975; le stesse deleghe conferite al governo dall'art. 2, l. n. 216/1974, per il completamento della disciplina dettata nel 1974, sono attuate con decreti tutti del marzo 1975. Nella sua prima composizione la CONSOB (presidente Miconi) funziona a basso regime, soprattutto per le deficienze di personale, in numero ristretto e comandato da altre amministrazioni dello Stato ed enti pubblici; le deficienze di personale permangono anche nella «seconda CONSOB» (presidente Rossi); con la legge 30 aprile 1981, n. 175, è istituito un ruolo di centocinquanta dipendenti, ma la riforma non produce alcun risultato, perché le assunzioni sono subordinate all'approvazione del regolamento del personale cui si perverrà solo nel 1985, per la complessità del relativo iter.

Nel frattempo, a seguito del *crack* del Banco Ambrosiano e per dissensi con il ministro del Tesoro e con il governatore della Banca d'Italia, il presidente Rossi si dimette[112]. Gli succede,

[111] Carbonetti, *Commissione nazionale* cit., p. 2.
[112] G. Minervini, *Banca d'Italia e Consob nel caso Ambrosiano. Il problema*

dopo un periodo di *vacatio*, il ragioniere generale dello Stato Milazzo, ma siamo già all'approvazione della legge sui fondi comuni d'investimento mobiliare (1983).

4. *La nuova distribuzione delle competenze in materia di borse valori e l'istituzione del mercato ristretto*

4.1. *Il doppio passaggio di competenze dagli organi locali di borsa alla CONSOB e da quest'ultima ai primi per via di delega. Il riparto di poteri tra la CONSOB e il ministro del Tesoro*

Come anticipato, la l. n. 216/1974 e il d.p.r. n. 138/1975 non introducono, in materia di borse valori, innovazioni sostanziali rispetto all'impianto del sistema previgente, salvo a concepire una diversa articolazione delle competenze tra autorità preposte alla relativa vigilanza[113]. Per il resto, la borsa continua a essere sostanzialmente disciplinata – con la sola, rilevante, eccezione dell'ammissione a quotazione, in quanto evidentemente correlata alla nuova disciplina delle società quotate – dalla legge del 1913 e a essere considerata un servizio pubblico organizzato dallo Stato e svolto, tramite le strutture messe a disposizione dalle camere di commercio, sotto la vigilanza pubblica[114].

Quanto appunto all'articolazione dei poteri sulle borse, la nuova normativa, contenuta nell'art. 3, l. n. 216/1974, e soprattutto

del coordinamento delle organizzazioni di controllo, in «Giur. comm.», II, 1985, pp. 833 ss.

[113] Cfr. il contributo di S. Cassese alla *Tavola rotonda su problemi attuali delle borse valori*, in «Giur. comm.», 1975, pp. 644 ss. e 648.

[114] Serra, *Borsa valori* cit., p. 3. Ai sensi dell'art. 5 del d.p.r. n. 138/1975, la CONSOB propone al ministro del Tesoro l'istituzione delle borse valori, sentita la camera di commercio competente per territorio e il Consiglio nazionale degli ordini degli agenti di cambio. L'istituzione delle borse è disposta con decreto del presidente della Repubblica su proposta del ministro del Tesoro. Con lo stesso procedimento è disposta anche la revoca del decreto istitutivo delle borse di cui non sia più ravvisata l'utilità in relazione alle esigenze del mercato mobiliare nazionale. La denominazione di borsa è riservata, ai sensi dell'art. 1 del r.d. n. 1068/1913, alle borse istituite a norma dell'art. 5 d.p.r. n. 138/1975. Fuori di tali casi è fatto divieto di formare listini di prezzi, ma, come vedremo di seguito, l'art. 2, l. n. 49/1977, riconosce la liceità dei listini relativi ai cc.dd. «mercati ristretti».

nel d.p.r. n. 138/1975, attribuisce espressamente alla CONSOB, oltre al potere di proporre al ministro del Tesoro l'istituzione e la soppressione delle borse medesime, quelli: *a)* di effettuare ispezioni e di adottare i provvedimenti necessari per assicurare il regolare andamento del mercato dei valori (artt. 2, comma 2, l. n. 272/1913, 1, comma 2, r.d.l. n. 815/1932 e 7, commi 1 e 2, d.p.r. n. 138/1975); *b)* di ammettere alla quotazione di borsa i titoli non quotati di diritto e di ammettervi d'ufficio quelli abitualmente e largamente negoziati emessi da società o enti aventi i requisiti prescritti (art. 3, comma 1, lett. *d*, l. n. 216/1974 e art. 8 d.p.r. n. 138/1975); *c)* di stabilire il calendario di borsa (art. 3, comma 1, lett. *e*, l. n. 216 cit.); *d)* di determinare i tipi di contratti ammessi, i sistemi di quotazione, le modalità di accertamento dei prezzi e di formazione del listino, le tariffe di mediazione, gli importi minimi negoziabili (art. 3, comma 1, lett. *f*, l. n. 216 cit.); *e)* di controllare il funzionamento delle borse, la regolarità e i modi di finanziamento delle operazioni di intermediazione e negoziazione sui titoli quotati effettuati dai soggetti che operano in borsa o esercitano attività d'intermediazione (art. 3, comma 1, lett. *g*, l. n. 216 cit.); *f)* di intervenire sulle negoziazioni, concernenti, in particolare, le limitazioni al solo contante e il deposito obbligatorio (artt. 1, comma 1, l. n. 1913/1939 e 9, comma 3, d.p.r. n. 138/1975), nonché il diritto di sconto (artt. 17, comma 2, r.d.l. n. 815/1932 e 9, comma 3, d.p.r. n. 138/1975).

La CONSOB può, inoltre, destinare presso le singole borse propri funzionari, i commissari di borsa, che assumono, come accennato, i compiti di vigilanza prima attribuiti agli ispettori del Tesoro (art. 11, comma 1, d.p.r. n. 138/1975)[115].

[115] Il secondo comma dell'articolo 11, d.p.r. n. 138/1975, prevede poi che i commissari di borsa «esercitano le funzioni finora svolte dagli ispettori del tesoro delegati alla vigilanza governativa sulle Borse valori» ed esplicano le funzioni di cui all'art. 3, lett. *g* e *h*, l. n. 216/1974 «che vengano ad essi conferite dalla Commissione con i regolamenti di organizzazione di cui all'art. 1, sesto comma, sub art. 1 della legge 7 giugno 1974, n. 216». Gli artt. 37-39 del Regolamento di organizzazione e funzionamento della CONSOB (delibera CONSOB n. 252/1979) danno attuazione a quanto disposto dall'art. 11, comma 2, d.p.r. n. 138/1975. Precisamente, il personale con funzioni di commissario di borsa: interviene alle riunioni di borsa e vigila sul loro regolare svolgimento, esercita opportuni controlli sulla formazione dei prezzi dei listini, sull'accertamento dei prezzi, sul mercato

Il decreto n. 138 cit., in ottemperanza a quanto previsto dall'art. 2, lett. *c*, l. n. 216/1974, trasferisce, inoltre, alla CONSOB i poteri già spettanti alle camere di commercio e agli organi locali di borsa (deputazioni di borsa e comitati direttivi degli agenti di cambio), salvo quelli da esso espressamente fatti salvi e confermati in capo ai predetti organismi (artt. da 1 a 4 d.p.r. n. 138/1975); dispone, poi, che i poteri trasferiti *ex lege* dalle camere di commercio e dagli organi locali di borsa alla CONSOB possono essere da quest'ultima delegati ai primi; la CONSOB, che si avvale ampiamente della predetta delega, conserva il potere di revoca della delega medesima, di controllo sui poteri delegati (art. 1, comma 2, d.p.r. cit.), nonché di decisione dei ricorsi avverso gli atti adottati dai predetti organismi in esecuzione dei poteri delegati (art. 17 d.p.r. n. 138/1975 cit.).

Ne risulta un sistema di competenze articolato e complesso, in cui alle attribuzioni originarie delle camere di commercio e degli organi locali di borsa si aggiungono quelle ad essi delegati dalla CONSOB[116].

delle operazioni a premio e sulla stipulazione in borsa delle operazioni di riporto, vigila sul divieto di formare listini di prezzi al di fuori del listino ufficiale; assiste, senza voto deliberativo, alle sedute della deputazione di borsa e a quelle del Comitato direttivo degli agenti di cambio; esercita facoltà ispettive sull'operato degli agenti di cambio e accerta eventuali trasgressioni dei medesimi ai divieti di legge; esegue indagini o verifiche presso istituti o ditte che compiono normalmente operazioni di borsa allo scopo di accertare la regolarità delle operazioni stesse; vista i fissati bollati e i relativi registri, prescritti dalle disposizioni vigenti, secondo le modalità contemplate dalle disposizioni stesse; assiste all'assemblea generale degli agenti di cambio convocata per l'elezione del Comitato direttivo; approva la nomina dei rappresentanti degli istituti di credito quali osservatori alle grida; vigila sull'osservanza del divieto di usare, al di fuori della borsa ufficiale, la denominazione «borsa valori», «mercato dei valori» o altre consimili o di formare listini dei prezzi fuori borsa; esegue la vidimazione dei libretti che devono tenere obbligatoriamente gli agenti di cambio; segnala tempestivamente alla CONSOB ogni fatto o notizia che ritenga utile portare a conoscenza della stessa. Inoltre il commissario di borsa adempie ogni altro incarico assegnato dalla Commissione e può essere incaricato dello svolgimento di attività ispettive.

[116] Cfr. Luiss-Ceradi, *La legislazione italiana sulle borse valori* cit. L'art. 2, d.p.r. n. 138/1975, attribuisce alla camera di commercio i sotto indicati compiti e poteri: *1)* adempimenti di cui all'art. 2, r.d. n. 1068/1913, d'intesa con la Deputazione (ai sensi dell'art. 2, r.d. n. 1068/1913, la camera di commercio provvede al locale delle riunioni e a tutto il personale occorrente per il funzionamento della Deputazione e del Comitato direttivo degli agenti di cambio;

sono, inoltre, a carico della camera di commercio le spese per l'amministrazione della borsa e per il funzionamento della Deputazione e del Comitato e quelle occorrenti in caso di scioglimento dei suddetti organi ex art. 7, l. n. 272/1913); *2)* conservazione dei libri degli agenti defunti, interdetti o cancellati dal ruolo (v. pure l'art. 60, r.d. n. 1068/1913); *3)* conservazione delle procure speciali dei rappresentanti degli agenti di cambio (cfr. l'art. 7, comma 4, r.g.l. n. 222/1925); *4)* rilascio delle tessere personali di ingresso in borsa, qualora la CONSOB ne prescriva l'uso; *5)* richiesta di cui all'art. 8, u.c., della l. n. 272/1913 (ai sensi dell'art. 8, u.c., l. n. 272/1913: «a richiesta delle Camere di Commercio gli uffici giudiziari competenti dovranno rilasciare gratuitamente ed in carta libera i certificati penali relativi alle persone indicate nel 2° comma di questo articolo»); *6)* conservazione dei listini originali dei prezzi formati e pubblicati secondo le prescrizioni della CONSOB e rilascio dei relativi estratti e certificati autentici. La CONSOB, con delibera n. 44 del 21 maggio 1976, delega quindi alle camere di commercio i seguenti compiti e poteri a essa trasferiti dall'art. 1, d.p.r. n. 138/1975: *i)* accertamento che gli agenti di cambio di nuova nomina abbiano prestato, nei modi e nei termini stabiliti dalle vigenti disposizioni, la cauzione prescritta per l'esercizio della professione; *ii)* vigilanza sulla permanente congruità della cauzione prestata e accertamento dell'avvenuta reintegrazione della medesima nei casi in cui essa risulti diminuita o venuta meno; *iii)* tenuta e aggiornamento del ruolo degli agenti di cambio di ogni borsa valori; *iv)* convocazione dell'assemblea generale degli agenti di cambio per l'elezione dei Comitati direttivi e disciplina delle relative operazioni elettorali; *v)* nomina delle Commissioni per il listino presso le borse valori dove non sia costituito il Comitato direttivo degli agenti di cambio (con la delibera n. 804 del 2 dicembre 1980 la CONSOB ha indicato i criteri cui le camere di commercio dovranno attenersi nell'esercizio del potere di nomina delle commissioni per il listino); *vi)* rilascio dei certificati di specchiata correttezza professionale e commerciale ai sensi delle vigenti disposizioni in materia di borse valori.

Ai sensi dell'art. 4, d.p.r. n. 138/1975, il Comitato direttivo degli agenti di cambio provvede in materia di: *1)* amministrazione dei fondi individuali e del fondo comune degli agenti di cambio; *2)* liquidazione immediata delle insolvenze notorie o formalmente accertate prima della liquidazione mensile; *3)* atti e adempimenti relativi al procedimento di liquidazione coattiva dei contratti di borsa a norma dell'art. 12, r.d.l. n. 815/1932; *4)* comunicazione giornaliera delle quotazioni dei consolidati e dei cambi al ministro del Tesoro e alla CONSOB; *5)* deposito presso la camera di commercio dei libri degli agenti di cambio cessati. Lo stesso articolo dispone che resta ferma la competenza del presidente del Comitato direttivo in materia di denuncia delle inadempienze al presidente del Tribunale ai sensi dell'art. 11, r.d. n. 3278/1923 (corrispondente all'art. 46 l. n. 272/1913). Con delibera n. 2 del 16 ottobre 1975 la CONSOB delega ai Comitati direttivi degli agenti di cambio i seguenti poteri e attribuzioni ad essa trasferiti in base all'art. 1, d.p.r. n. 138/1975: *i)* raccolta delle dichiarazioni scritte degli agenti di cambio relative agli affari giornalmente conclusi; *ii)* facoltà di chiedere agli agenti di cambio idonee prove nei casi di dubbio sulla esattezza delle dichiarazioni di cui sopra e facoltà di non tenere conto dei prezzi denunciati ritenuti anormali; *iii)* accertamento dei prezzi dei titoli e dei corsi dei cambi, ai fini della compilazione del listino ufficiale; *iv)* vigilanza sugli agenti di cambio affinché non escano dai limiti delle loro facoltà e non contravvengano

alle leggi e ai regolamenti; *v)* accertamento delle insolvenze e comunicazione delle stesse alla Deputazione di borsa, nonché loro liquidazione, anche nei casi non contemplati dall'art. 4, d.p.r. n. 138/1975; *vi)* amichevole componimento delle insolvenze, previa autorizzazione della Deputazione di borsa; *vii)* facoltà, in assenza della Deputazione, di allontanare dai locali di borsa chiunque turbi il regolare andamento delle riunioni, con obbligo di riferire alla Deputazione per gli eventuali ulteriori provvedimenti; *viii)* fissazione del calendario per la quotazione e liquidazione dei diritti di opzione o di assegnazione, del giorno in cui i titoli sono trattati ex diritto, ex cedola o ex estrazione; *ix)* fissazione dei prezzi di compenso per le liquidazioni mensili e dei prezzi medi dei diritti di opzione; *x)* compilazione del listino ufficiale da pubblicare a cura della camera di commercio; *xi)* parere alla camera di commercio sulle richieste di rilascio delle tessere di ingresso in borsa. Per l'esercizio dei suddetti poteri delegati la CONSOB fissa criteri e direttive, cui i Comitati dovranno attenersi. Con successive delibere n. 1040 del 18 gennaio 1982 e n. 1073 del 1° aprile 1982 la CONSOB delega ai Comitati direttivi degli agenti di cambio il potere di cancellare dal listino ufficiale rispettivamente i titoli relativi a prestiti obbligazionari, ad avvenuto rimborso o conversione dei medesimi, e le azioni a godimento differenziato oggetto di separate linee di quotazione, ad avvenuta parificazione del godimento medesimo. Ai sensi dell'art. 64, r.d. n. 1068/1913, nelle borse che non abbiano un numero di agenti di cambio almeno doppio di quello dei componenti del Comitato direttivo, le funzioni di quest'ultimo sono deferite a una Commissione per il listino nominata dalla camera di commercio tra gli agenti di cambio e anche, ove il numero di questi non sia sufficiente, tra gli altri commercianti (cfr. le delibere CONSOB n. 44, punto 6, del 21 maggio 1976 e n. 804 del 2 dicembre 1980).

Ai sensi dell'art. 3, d.p.r. n. 138/1975 la Deputazione di borsa provvede in materia di: *1)* amichevole componimento, su concorde richiesta delle parti, delle controversie insorte in conseguenza di affari conclusi in borsa, salvo che, sempre su concorde richiesta delle parti, l'amichevole componimento venga deferito al Comitato direttivo degli agenti di cambio a norma dell'art. 32, l. n. 272/1913; *2)* denuncia al tribunale competente per territorio delle insolvenze a norma dell'art. 6, l. n. 272/ 1913 e comunicazione alla CONSOB di tutte le insolvenze, comprese quelle per le quali sia intervenuto amichevole componimento; *3)* tenuta dell'albo degli esclusi dalla borsa di cui all'art. 21, r.d. n. 1068/1913 e comunicazione dell'albo stesso a tutte le borse; *4)* autorizzazione al Comitato direttivo degli agenti di cambio per la liquidazione immediata delle insolvenze notorie o formalmente accertate prima della liquidazione mensile. Con delibera n. 3 del 16 ottobre 1975 la CONSOB delega alle Deputazioni di borsa i seguenti poteri e attribuzioni ad essa trasferiti dall'art. 1, d.p.r. n. 138/1975: *i)* autorizzazione al Comitato direttivo degli agenti di cambio di espletare il tentativo di amichevole componimento delle insolvenze; *ii)* funzioni di polizia nell'ambito della borsa; *iii)* parere alla camera di commercio sulle richieste di rilascio delle tessere di ingresso in borsa. Restano invece trasferite alla competenza della CONSOB in virtù dell'art. 1, d.p.r. n. 138/1975 i poteri, prima spettanti alle Deputazioni di borsa, di esclusione dalle borse e di irrogazione di sanzioni per violazione di norme di borsa (artt. 9 e 56, l. n. 272/1913): su tale ultimo punto, cfr. C. Coltro Campi, *Borsa valori*, in *Dig. Disc. Priv. - Sez. Comm.*, II, Torino 1987, p. 300.

In virtù dell'art. 1/3, lett. *h*, l. n. 216/1974, la CONSOB avrebbe, inoltre, dovuto assumere anche i poteri sulle borse spettanti al ministro del Tesoro.

Il d.p.r. n. 138/1975 conserva, però, a quest'ultimo, secondo parte della dottrina in spregio alla delega di cui all'art. 2, lett. *c*, della l. n. 216 cit.[117], gran parte di essi e, in particolare: il potere di proporre al presidente della Repubblica l'istituzione e la soppressione delle borse (art. 5, d.p.r. n. 138/1975); quello di ammissione alla negoziazione dei titoli quotati di diritto (art. 8, commi 11 e 12, d.p.r. n. 138 cit.); quello di nominare i membri delle deputazioni di borsa (artt. 4, commi 1 e 3, l. n. 272/1913 e 12, comma 1, d.p.r. n. 138 cit.) e di disporre lo scioglimento di queste ultime e dei Comitati direttivi (artt. 12, comma 2, d.p.r. n. 138 cit. e 7, l. n. 272 cit.); i poteri disciplinari nei confronti degli agenti di cambio (artt. 13, d.p.r. n. 138 cit. e 22 l. n. 402/1969); il potere di adottare provvedimenti nei riguardi del mercato nazionale dei valori mobiliari per finalità di politica economica (art. 7, d.p.r. n. 138 cit.)[118]. Il ministro rende, inoltre, esecutivi i poteri CONSOB in materia di borse (art. 1/3, comma 2, l. n. 216/1974)[119].

Al ministro competerebbe, infine, secondo parte della dottrina dell'epoca, una vigilanza indiretta sulle borse, «attraverso i rapporti e le notizie che la CONSOB è tenuta, sia annualmente,

[117] Dubita della legittimità del decreto delegato, per quanto concerne l'attribuzione di residue competenze al ministro del Tesoro, C. Coltro Campi, *Borsa valori*, in *Noviss. Digesto*, *Appendice*, I, Torino 1981, p. 896. L'art. 2, lett. *c*, l. n. 216/1974 delega, in effetti, il governo a emanare «disposizioni dirette a coordinare con le attribuzioni della Commissione le norme concernenti la organizzazione e il funzionamento delle borse valori e l'ammissione dei titoli a quotazione, provvedendo a trasferire alla Commissione la titolarità dei poteri e correlative facoltà di decentramento, delle attribuzioni sinora spettanti in materia alle Camere di commercio e alle autorità locali di borsa, dettando le relative norma di attuazione». Il d.p.r. n. 138/1975 sarebbe perciò andato al di là di quanto previsto nella legge di delega.

[118] La disposizione finisce con l'attribuire al ministro un potere ampiamente discrezionale che si sovrappone a quello della CONSOB. In proposito si è, infatti, osservato che l'espressione «mercato nazionale dei valori mobiliari», sebbene non si identifichi con quella di mercato borsistico, ha, in realtà, una portata più ampia, «necessariamente comprensiva anche di quest'ultimo», Serra, *Borsa valori* cit., p. 3.

[119] Si tratta di un atto di controllo del tipo dell'approvazione, potendo il ministro verificare la legittimità ed eventualmente il merito del provvedimento della CONSOB: Landi, *Consob* cit., p. 23.

sia in occasione dei propri atti di maggior rilievo, a fornirgli»[120]; tesi tutt'altro che peregrina, nell'ottica dell'epoca di agganciare l'azione dell'organo a quella del governo, in ossequio, come accennato, al principio della responsabilità governativa nei confronti delle Camere.

Dei poteri prima spettanti al ministro passano, invece, effettivamente alla CONSOB quello di intervenire sulle negoziazioni, nelle varie ipotesi indicate dall'art. 9, d.p.r. n. 138/1975, e quello di destinare presso le singole borse i commissari di borsa, che sostituiscono gli ispettori del Tesoro (art. 11, comma 1, d.p.r. n. 138/1975): ben poca cosa rispetto all'idea iniziale contenuta nella legge n. 216.

4.2. *La disciplina sostanziale delle borse*

4.2.1. *Le tessere personali per l'ingresso in borsa e la nuova disciplina dell'ammissione dei titoli alla quotazione. La mancata adozione del regolamento di ammissione alla quotazione e la politica di «pulizia dei listini».* Subentrata, in virtù dell'art. 1, comma 1, d.p.r. n. 138/1975, nella titolarità del corrispondente potere spettante in materia alle camere di commercio[121], la CONSOB prescrive per l'ingresso nelle borse l'uso di tessere personali[122]; tuttavia, come correttamente rilevato in dottrina,

> la partecipazione o l'assistenza alle riunioni di borsa – che nel 1913 poteva essere essenziale per chi volesse seguirne direttamente l'attività – ha [...] perso gran parte della sua utilità, stanti i mezzi di informazione e di comunicazione a distanza [...] esistenti. Onde anche la disciplina della sospensione o dell'esclusione dalle borse [...] per chi non abbia già, o non intenda iniziare una particolare attività professionale nell'ambito delle stesse, ha perso gran parte della sua importanza[123].

[120] Coltro Campi, *Borsa valori* (1987) cit., p. 298.

[121] Artt. 8, 9 e 10, l. n. 272/1913.

[122] I regolamenti per il rilascio e l'utilizzo delle tessere d'ingresso nelle borse valori di Milano, Torino, Napoli, Roma e Genova sono adottati rispettivamente con delibere CONSOB nn. 1394/23 novembre 1983, 1574/14 novembre 1984, 1861/19 marzo 1985, 1683/16 aprile 1985, 1700/8 maggio 1985.

[123] Coltro Campi, *Borsa valori* (1987), p. 304.

Rilievo ben maggiore riveste, invece, il plesso normativo di cui all'art. 3, l. n. 216/1974 e all'art. 8, d.p.r. n. 138/1975, che detta una nuova disciplina dell'ammissione dei titoli alla quotazione di borsa.

Ferme le disposizioni previste dalle leggi anteriori per l'ammissione di diritto alla quotazione e il potere, di cui si è detto, di quotare d'ufficio titoli abitualmente e largamente negoziati[124], l'ammissione alla quotazione di borsa deve essere, negli altri casi, preceduta da una formale istanza alla CONSOB.

Quest'ultima si pronuncia dopo aver verificato, avvalendosi dei poteri ispettivi di cui all'art. 3, lett. *c*, l. n. 216/1974, la sussistenza dei requisiti da essa stabiliti in via generale in merito all'emittente i titoli di cui si richiede l'ammissione e ai titoli medesimi. Contenuti questi, oggetto di un apposito regolamento che la CONSOB avrebbe dovuto adottare in esecuzione di quanto previsto dal citato art. 8, d.p.r. n. 138/1975, e che verrà, tuttavia, emanato soltanto nel 1984, dopo le critiche a essa rivolte dalla Commissione parlamentare d'inchiesta degli anni 1983-84, di cui si dirà appresso.

La legge indica in ogni caso, quale oggetto di normazione secondaria prima e di esame delle istanze di ammissione a quotazione poi: *a)* la misura minima di capitale o di patrimonio netto dell'emittente; *b)* il grado di diffusione dei titoli tra il pubblico e la loro redditività; *c)* l'eventuale obbligo di certificazione (ex art. 4, d.p.r. n. 136/1975) dell'ultimo bilancio approvato dall'emittente; *d)* soprattutto, obblighi informativi anche nei confronti del pubblico dei risparmiatori.

[124] «Si tratta – si legge nella *Relazione 1975*, p. 23, della CONSOB – di un potere completamente nuovo che non trova riscontro nella precedente normativa e che, in parallelo con il potere di revoca della quotazione, offre alla Commissione la possibilità di procedere a una effettiva rivitalizzazione del mercato borsistico. Il concreto esercizio del nuovo potere, in quanto presuppone che i titoli siano abitualmente e largamente negoziati, pone in rilievo l'esigenza di una previa soluzione del noto problema del mercato ristretto o parallelo. Dove, infatti, se non in questo mercato, adeguatamente regolamentato, sarà possibile per la Commissione verificare il consolidarsi dell'interesse del pubblico su un determinato titolo ovvero – secondo la terminologia legislativa – accertare la abituale e larga negoziazione?». Di tale potere la CONSOB si avvale in un solo caso, quello dell'Italmobiliare, su cui cfr. CONSOB, *Relazione 1979*, pp. 48 s. Cfr., in dottrina, G. Castellano, *L'ammissione di diritto e d'ufficio alla quotazione di borsa: appunti*, in «Giur. comm.», I, 1977, pp. 328 ss.

Tale ultimo requisito rappresenta, come accennato, una rilevante novità rispetto alla previgente disciplina dell'ammissione a quotazione, contenuta nella legge del 1913 e del relativo regolamento di esecuzione, nella quale non è prevista, invece, una disciplina della trasparenza nei confronti del mercato delle società che intendano quotarsi[125].

Sempre ai sensi dell'art. 8, d.p.r. n. 138 cit., la CONSOB può poi disporre la sospensione o la revoca della quotazione, quando lo richieda l'esigenza di tutela del pubblico risparmio, in caso di prolungata carenza dalle negoziazioni o di mancata certificazione del bilancio dell'emittente per almeno due esercizi consecutivi, e in altri casi, non specificati, di particolare gravità. Mentre la revoca della quotazione fa venir meno gli effetti della stessa, e cioè la sottoposizione della società agli obblighi di trasparenza previsti dalla legge e ai poteri della CONSOB, la medesima conseguenza non si ricollega, invece, alla sospensione dalla quotazione medesima, e ciò per evidenti esigenze di tutela degli investitori[126].

In mancanza dell'adozione di requisiti generali per l'ammissione a quotazione non è, quindi, un caso che l'attenzione della CONSOB – nell'ambito della politica di riqualificazione dei listini da essa perseguita – si concentri in questi anni proprio sull'ambito di applicazione del potere di revoca e di sospensione, delineandone i confini anche rispetto agli altri provvedimenti collegati a situazioni di mercato particolari e contingenti, quali la limitazione delle negoziazioni al solo contante.

[125] Requisiti di capitale della società e di diffusione e redditività dei titoli erano richiesti anche dal Regolamento della Borsa valori di Milano; quest'ultimo prevedeva, inoltre, obblighi informativi nei confronti della camera di commercio, ma non del pubblico. Cfr. sul punto Marchetti, *La regolamentazione delle società quotate* cit., pp. 64 s.

[126] Coltro Campi, *Borsa valori* (1987) cit., p. 305. Nella *Relazione 1975*, p. 8, la CONSOB sottolinea, peraltro, l'opportunità «di mantenere in vita, per un congruo periodo di tempo, il controllo sulle società quotate per le quali fosse disposta la revoca dell'ammissione a quotazione. Infatti, alla stregua dell'attuale disciplina, la cancellazione dal listino sottrae automaticamente le società [...] ai poteri della Commissione, con la conseguenza che il controllo viene meno proprio nel momento in cui può essere maggiormente necessario: si pensi alle ipotesi di cancellazione per fatti imputabili alle stesse società». Non constano, tuttavia, interventi normativi successivi alla l. n. 216/1974 che tengano conto di tale esigenza.

Nell'illustrare la politica seguita nella «pulizia dei listini», la CONSOB chiarisce – nella *Relazione 1977*[127] – che la revoca della quotazione viene in ogni caso disposta al venir meno dei requisiti per la quotazione; quanto al provvedimento di sospensione, la CONSOB ne distingue due tipi: una sospensione temporanea e una a tempo indeterminato; la prima è utilizzata quando si può ragionevolmente presumere che le tensioni sul titolo siano determinate da eventi contingenti di breve durata, la seconda quando si manifesta la necessità di chiarire determinate situazioni con gli amministratori della società.

Tale orientamento muta, però, negli anni successivi. Nella *Relazione 1979* la CONSOB collega a particolari e contingenti situazioni di mercato il provvedimento di limitazione delle negoziazioni al solo contante, «mentre la sospensione dovrebbe essere indicativa di elementi di incertezza o di situazioni negative o di avvenimenti relativi alle società di cui il titolo è rappresentativo, e che possono determinare influenze dirette e immediate sull'andamento delle quotazioni»[128].

4.2.2. *Gli interventi sulle operazioni di borsa e sugli operatori.* Interventi puntuali della CONSOB hanno a oggetto le operazioni di borsa e vedono quali destinatari tutti gli operatori in titoli. Nell'esercizio del generale potere di controllo sul funzionamento delle borse (art. 3, lett. *g*, l. n. 216/1974), la CONSOB impone, così, agli operatori (agenti di cambio, commissionarie di borse e banche) di comunicarle i contratti di riporto, di anticipazione e di pegno su titoli azionari quotati, e ciò al fine di consentirle la successiva pubblicazione per dati aggregati delle posizioni al rialzo e di quelle al ribasso sui titoli medesimi (delibera CONSOB n. 274 del 5 ottobre 1977 e circolare CONSOB n. 708355 del 3 novembre 1977)[129].

[127] CONSOB, *Relazione 1977*, p. 35.

[128] CONSOB, *Relazione 1979*, pp. 27 s.

[129] Nella *Relazione 1977*, pp. 27 s., la CONSOB precisa che «ai dati raccolti e mensilmente pubblicati dalla Consob per la conoscenza di tutti gli operatori interessati possono essere attribuite diverse finalità: la prima, operativa, a favore di una migliore informazione e consapevolezza delle scelte degli operatori, la seconda come segnalatore di situazioni anomale suscettibili di approfondimenti

Finalità antispeculativa ha, invece, la delibera n. 929 del 1981, adottata in applicazione dei poteri sulla negoziazione dei titoli previsti dall'art. 9, d.p.r. 138/1975, tramite rinvio alla legislazione previgente[130].

Quanto alla disciplina direttamente applicabile agli operatori, resta inalterata quella relativa agli agenti di cambio, regolata dal-

per eventuale tempestivo intervento della Consob ed infine l'approntamento di una serie statistica utile agli studiosi per una migliore conoscenza del mercato borsistico, in quanto permette la correlazione fra la richiesta di finanziamento ed il comportamento degli operatori».

[130] Un primo provvedimento generale ex art. 9, d.p.r. n. 138/1975, è adottato con delibera CONSOB n. 32/1976 che prevede il deposito obbligatorio di titoli o la copertura in contanti nella misura del 90% sulle vendite a termine fermo o a premio di titoli azionari quotati, quando le vendite stesse non costituiscano chiusura totale o parziale di operazioni in corso. Il provvedimento viene quindi revocato con delibera n. 271/1977. In occasione di tale revoca, la CONSOB chiarisce – *Relazione 1977*, p. 26 – che «la *ratio* del deposito previo [...] non è intesa in alcun modo a limitare la libertà della borsa di esprimere tramite i prezzi di quotazione le valutazioni degli operatori economici, ma è volta ad assicurare la sussistenza delle condizioni in cui tali scelte si possano liberamente operare» e che comunque «la necessità di un provvedimento generale di tale tipo si riduce quanto più l'assetto del mercato e delle società quotate tende alla normalizzazione». Con provvedimento urgente del 16 giugno 1981 n. 4, il presidente della CONSOB limita al solo contante la negoziazione dei titoli azionari e obbligazionari di tutte le borse valori. Con la delibera n. 929 del 3 luglio 1981 la CONSOB ripristina la negoziazione a termine ma impone, con disposizioni successivamente più volte modificate e integrate, che (lett. *b*): «gli ordini di acquisto a termine di titoli azionari ed obbligazionari convertibili quotati al mercato ufficiale devono essere contestuali ad un deposito in contanti presso l'intermediario [...], salvo che detti acquisti siano a pareggio di posizioni costituite presso un intermediario oppure siano garantiti, per la percentuale sotto stabilita, da contratti di riporto in essere presso l'intermediario stesso. Il deposito è pari al 100% del valore presunto del contratto e, ad esecuzione avvenuta, deve essere accreditato, per l'effettivo ammontare percentuale dovuto, sul conto mensile di liquidazione del committente. Se il committente non provvede a tale versamento l'intermediario non può dare esecuzione all'ordine». È, altresì, disposto (lett. *c*) che «negli ordini di vendita a termine il venditore, salvo che la vendita non sia a pareggio di posizioni costituite presso un intermediario oppure salvo che i titoli medesimi non costituiscano oggetto di un contratto di riporto stipulato con l'intermediario stesso, deve provvedere alla immediata copertura in contanti nella misura del 100% [...] o alla consegna dei titoli entro il termine di tre giorni di Borsa aperta dalla stipulazione del contratto». Non sussiste un obbligo di deposito (circolare n. 1/82/00374 del 14 gennaio 1982) in caso di operazioni *chiuse*, qualificando come tali quelle in cui l'acquisto o la vendita di titoli oggetto del contratto e l'acquisto o la vendita di titoli equivalenti siano contemporanei e non diano luogo ad alcun saldo titoli. Sui provvedimenti del 1981, cfr. CONSOB, *Relazione 1981*, pp. 24 ss.

le leggi previgenti. Non c'è, pertanto, da stupirsi se prosegue, anche a seguito della l. n. 216/1974, il dibattito dottrinale e giurisprudenziale, già vivo, come visto, nel vigore della legge del 1913, sulla natura giuridica dell'agente di cambio e sul suo assoggettamento a fallimento[131].

La CONSOB detta, invece, disposizioni sulla nomina dei rappresentanti alle grida degli agenti di cambio, previsti dall'art. 7, comma 2, l. n. 222/1925[132].

4.2.3. *La mancata attivazione dei poteri in materia di formazione dei listini.* L'art. 3, lett. *f*, l. n. 216/1974, affida alla CONSOB il potere di determinare le modalità di accertamento dei prezzi e di formazione dei listini, ma la Commissione non si avvale di tale

[131] In estrema sintesi, la qualifica di pubblico ufficiale resta confinata per l'agente di cambio alle funzioni espressamente indicate dalla legge; per il resto – attività di intermediazione in titoli – esso svolge invece un'attività commerciale piuttosto che, come pur sostenuto da parte della dottrina, una professione intellettuale. Ed è per la sua natura di imprenditore commerciale che l'agente è assoggettato a fallimento. Il rinvio alle leggi speciali contenuto nell'art. 4, l. fall. concerne quindi il presupposto oggettivo della dichiarazione di fallimento. Infatti, per le insolvenze di borsa, soltanto quando siano state espletate inutilmente le procedure previste dalle leggi speciali, si può fare ricorso alla dichiarazione di fallimento. Cfr. Coltro Campi, *Lineamenti di diritto di borsa* cit., pp. 98-100 e la dottrina e giurisprudenza ivi richiamate. Per un'ipotesi in cui, invece, la liquidazione coattiva a carico di un agente di cambio è attivata dopo la dichiarazione di fallimento, cfr. Tribunale di Venezia, 30 novembre 1973, in «Giur. merito», I, 1974, pp. 449 ss.

[132] La norma dispone che «ogni agente di cambio può valersi dell'opera di non più di due rappresentanti, i quali possono alternativamente sostituirlo alle grida [...]». La nomina dei rappresentanti alle grida degli agenti di cambio è approvata dalla CONSOB ex art. 13, comma 3, d.p.r. n. 138/1975. Un regolamento per la procedura della nomina dei rappresentanti alle grida degli agenti di cambio è adottato dalla CONSOB con delibera n. 17 del 3 febbraio 1976, poi modificato con successive delibere n. 77/1976 e n. 2123/1986. Gli agenti di cambio possono però nominare procuratori cc.dd. «di studio», che non hanno il potere di svolgere negoziazioni e la cui nomina non è sottoposta ad approvazione della CONSOB. Non regolata è anche la figura del *remisier* di borsa, procacciatore d'affari dell'agente di cambio, salvo forse il suo assoggettamento per l'accesso in borsa all'uso delle tessere, prescritte dalla CONSOB anche ai collaboratori autonomi degli agenti di cambio (reg. per il rilascio e l'utilizzo delle tessere d'ingresso alla Borsa valori di Milano: delibera CONSOB n. 1934 del 23 novembre 1983). Sulle figure del rappresentante alle grida dell'agente di cambio e del *remisier* di borsa nell'applicazione della giurisprudenza, cfr. Coltro Campi, *Lineamenti di diritto di borsa* cit., pp. 100 ss.

potere, limitandosi a delegare i compiti di compilazione del listino al Comitato direttivo degli agenti di cambio.

Restano, così, in vigore le disposizioni previgenti, con i connessi problemi di coordinamento tra lo schema di listino dettato con decreto del ministro del Tesoro in esecuzione dell'art. 49, comma 2, r.d. n. 1068/1913 e le norme contenute nella l. n. 272/1913 (artt. 18 e 29)[133]. Lo schema di listino suddetto è, in effetti, conforme all'art. 49, r.d. n. 1068 cit., che richiede l'indicazione nel listino stesso dei soli prezzi di apertura, di chiusura, minimo e massimo.

Sulla legittimità di tale previsione del r.d. potevano, però, avanzarsi dei dubbi, perché la legge non solo (art. 18, comma 2) demandava al regolamento unicamente le modalità di compilazione del listino, e non anche il suo contenuto, ma anche perché dai citati artt. 18 e 29 della legge stessa sembrava potersi desumere che nella compilazione del listino dovesse tenersi conto di tutti i prezzi fatti[134].

Una maggiore trasparenza dei listini di borsa sarà realizzata solo più tardi con gli interventi CONSOB in materia di borsa continua, dei quali si dirà appresso. Un precedente in tale direzione può ravvisarsi nella disciplina secondaria del listino del c.d. «mercato ristretto», che richiede appunto l'indicazione in esso di tutti i prezzi fatti.

4.3. *La sentenza della Cassazione penale del 1975 sul divieto per gli agenti di cambio di partecipare alle riunioni dei «borsini» e la legge sul mercato ristretto*

Il quadro normativo sulle borse è nel frattempo aggiornato con l'introduzione della disciplina del c.d. «mercato ristretto» e ciò ad opera della l. n. 49/1977. Tale mercato avrebbe dovuto svolgere la funzione duplice di consentire, da un lato, la negoziazione dei titoli

[133] Cfr. Luiss-Ceradi, *La legislazione italiana sulle borse valori* cit., e, ivi, R. D'Ambrosio (a cura di), *La formazione del listino di borsa*. Sulla disciplina contenuta nelle norme citate nel testo cfr., *supra*, cap. II, par. 5.3.4.

[134] L'art. 18 prevede che «i prezzi dei titoli [...] sono accertati [...] in base alle dichiarazioni scritte che i mediatori devono fare giusta l'art. 29» e che «tali prezzi costituiscono il listino di borsa»; l'art. 29 dispone poi che «i mediatori devono dichiarare al comitato direttivo degli agenti di cambio tutti i contratti eseguiti con la loro mediazione».

delle imprese locali e, dall'altro, l'acclimatamento dei titoli per una loro successiva ammissione in borsa. La legge sul mercato ristretto è occasionata dalla sentenza della Cassazione penale del 7 marzo 1975, n. 578, la quale statuisce che la partecipazione degli agenti di cambio alle riunioni dei cc.dd. «borsini» costituisce violazione dell'art. 20, r.d. n. 1068/1913, passibile della sanzione dell'esclusione temporanea dalle borse di cui all'art. 9, l. n. 272/1913[135].

La legge sul ristretto si limita, però, a fissare soltanto alcuni principi che reggono il nuovo mercato: *a)* l'istituzione su autorizzazione della CONSOB (art. 1, comma 1), cui spetta, altresì, la sorveglianza su tale mercato (art. 3, comma 1), utilizzando i poteri previsti dalla l. n. 216/1974 e dal d.p.r. n. 138/1975 (art. 3, comma 6); *b)* la negoziazione dei titoli per il solo tramite degli agenti di cambio e, soprattutto, esclusivamente per contanti (art. 1, comma 2).

La legge medesima demanda, poi, alla CONSOB (art. 2) la potestà di emanare un apposito regolamento sull'organizzazione e il funzionamento del mercato[136], con il compito di disporre, tra l'altro, in ordine alle condizioni e alla procedura per l'ammissione, anche d'ufficio, dei titoli alla negoziazione, nonché per la sospensione o la revoca dell'ammissione stessa, alle modalità di formazione dei listini dei prezzi e al calendario delle riunioni; la legge precisa, poi, che il regolamento stabilisca che le particolari condizioni di legge o di statuto relative alla circolazione di determinati titoli formino oggetto di evidenziazione nel listino dei prezzi.

[135] La sentenza è pubblicata in «Giur. comm.», II, 1976, pp. 17 ss. Essa risolve i dubbi insorti al riguardo in dottrina; cfr., tra gli altri: P. Schlesinger, *Se gli agenti di cambio possano partecipare alle riunioni dei cc.dd. mercatini*, in «Giur. comm.», I, 1974, p. 591; C. Coltro Campi, *Le motivazioni giuridiche del mercato ristretto*, in «Il Sole 24 Ore», 18 maggio 1974; A. Dalmartello, *Gli agenti di cambio e i cosiddetti mercatini*, in «Giur. comm.», I, 1975, p. 151.

[136] Il Regolamento per la negoziazione dei titoli non ammessi alla quotazione ufficiale nelle borse valori è approvato con delibera CONSOB n. 233 del 24 giugno 1977 e poi modificato con delibere n. 2725 del 19 febbraio 1987 e n. 4808 del 24 luglio 1990. Sulla disciplina del mercato ristretto anteriore alla riforma CONSOB del 1987, cfr. P.G. Marchetti, *Commento alla legge 23 febbraio 1977, n. 49*, in «Nuove leggi civ.», 1978, pp. 436 ss.; D. Buonomo, *La riforma del mercato mobiliare. Il mercato ristretto*, Napoli 1979; C. Coltro Campi, *Mercato ristretto*, in U. Carnevali (a cura di), *Diz. dir. priv. Irti*, III, *Dir. comm. e ind.*, Milano 1981, p. 522; S. Maccarone, *Quotazione al mercato ristretto e poteri della Consob*, in «Boll. ass. tecn. banche pop.», 1982, pp. 653 ss.

Come anticipato, a differenza della disciplina dei listini di borsa, l'art. 13 del regolamento sul mercato ristretto prevede che «il listino dei prezzi, da redigere secondo il modello approvato dalla Commissione nazionale per le società e la borsa, deve indicare per ciascun titolo, oltre al prezzo di chiusura, tutti i prezzi fatti e le relative quantità trattate»[137].

Per l'ammissione alle negoziazioni è introdotto dalla normativa secondaria, che così vede la luce prima di quella per l'ammissione alla quotazione di borsa, il prospetto informativo, documento destinato negli anni successivi a rivestire grande importanza per la tutela degli investitori[138].

Il regolamento istituisce un Comitato del mercato ristretto preposto all'organizzazione e al funzionamento del mercato stesso (art. 2 reg.)[139], con compiti sostanzialmente analoghi a quelli spettanti agli organi locali di borsa (art. 3, comma 1, reg.); a tale organo la CONSOB può delegare compiti di vigilanza sul regolare andamento delle riunioni (art. 3, l. n. 49/1977, e art. 3, comma 2, reg.). Con un'importante norma di chiusura (art. 17), ma di dubbia legittimità, il regolamento sul mercato ristretto estende a tale mercato, in quanto compatibile, la disciplina sulle borse valori.

5. *La disciplina delle società quotate in borsa e al mercato ristretto*

5.1. *Le «deviazioni» dal modello civilistico delle s.p.a. e il controllo contabile*

La disciplina delle società quotate (l. n. 216/1974 e d.p.r. n. 136/1975), di nuova adozione, si caratterizza:

[137] Per il modello del listino ufficiale del mercato ristretto, cfr. la delibera CONSOB n. 383 del 29 marzo 1978.

[138] L'ammissione a quotazione è disciplinata dagli artt. 6, 7 e 8 del regolamento. La delibera CONSOB n. 240 del 12 luglio 1977 stabilisce le modalità di presentazione delle domande di ammissione dei titoli alle negoziazioni. Il prospetto informativo è previsto dall'art. 6, u.c., del regolamento e il relativo contenuto è disciplinato dalla delibera CONSOB n. 283 del 24 ottobre 1977.

[139] Cfr. la delibera CONSOB n. 241 del 12 luglio 1977 su modalità e termini per la costituzione dei comitati del mercato ristretto.

i) per alcune «deviazioni» rispetto al modello strutturale delle s.p.a. contenuto nel codice civile;

ii) per l'introduzione di un regime speciale aggiuntivo legato alle esigenze di informazione del mercato.

Deviazioni e regime speciale trovano fondamento nel convincimento che le società quotate siano necessariamente grandi società a capitale diffuso nelle quali gli azionisti-risparmiatori tendono a disinteressarsi della vita dell'impresa.

Per quanto attiene alle «deviazioni» dal modello civilistico delle s.p.a., alle società quotate è consentito di emettere azioni di risparmio, prive del diritto di voto, ma con privilegi di natura patrimoniale e fiscale; a tali medesime società è imposto, al tempo stesso, un obbligo di certificazione del bilancio ad opera di società di revisione[140].

Le società di revisione, a garanzia dell'indipendenza e dell'idoneità tecnica nell'espletamento dei compiti di certificazione ad esse affidati, sono iscritte in apposito albo tenuto dalla CONSOB (la prima formazione dell'albo avviene entro i termini di legge il 26 aprile 1980) e assoggettate alla vigilanza della stessa (d.p.r. n. 136/1975 cit.).

La CONSOB finisce, così, con lo svolgere una sorta di controllo contabile indiretto, tramite cioè le società di revisione, sulle società quotate. In particolare, l'art. 10 del d.p.r. n. 136/1975 attribuisce alla CONSOB poteri di vigilanza informativa e ispettiva volti a controllare l'indipendenza e l'idoneità tecnica delle società di revisione e il modo in cui esse esercitano il controllo contabile. La CONSOB dispone, inoltre, del potere di approvazione del conferimento dell'incarico alla società di revisione e della revoca dell'incarico stesso (art. 2, commi 6 e 7, d.p.r. n. 136 cit.)[141], nonché del potere di revoca d'ufficio di quest'ultimo (art. 2, comma 8, d.p.r. n. 136 cit.). Poteri incisivi e pregnanti sull'attività d'impresa che, come vedremo, subiranno negli anni a venire vicende alterne, a seconda dei *revirements* in senso privatisti-

[140] Sul controllo contabile e la certificazione dei bilanci delle società con azioni quotate in borse, cfr. la circolare Assonime del 5 agosto 1975, n. 143.

[141] Con delibera n. 805 del 9 dicembre 1980 la CONSOB fissa i criteri generali per la determinazione dei corrispettivi spettanti alle società di revisione in relazione agli incarichi conferiti dalle società quotate.

co (testo unico della finanza) o pubblicistico (legge sul risparmio) della legislazione del mercato mobiliare.

Ma la CONSOB esercita grazie al d.p.r. n. 136/1975 anche – sotto limitati aspetti – un controllo contabile diretto. Esso si sostanzia precisamente nel potere di impugnare i bilanci certificati (art. 6, d.p.r. n. 136/1975)[142], di raccomandare principi contabili e di revisione (art. 10, d.p.r. n. 136/1975)[143], di prescrivere l'obbligo di redazione del bilancio consolidato di gruppo (art. 1/3, lett. *a*, l. n. 216/1974).

Quello delle società di revisione rappresenta, in questa fase, un vero e proprio ordinamento «satellite» rispetto alla disciplina delle società quotate in borsa.

Va però, sin d'ora, precisato che, con gli sviluppi successivi della legislazione del mercato mobiliare, i compiti delle società di revisione si accresceranno, perché la revisione e certificazione dei bilanci verrà progressivamente estesa agli emittenti i titoli oggetto di sollecitazione del pubblico risparmio e ai soggetti abilitati all'offerta al pubblico dei servizi di investimento.

Inoltre, recenti sviluppi della disciplina del mercato mobiliare, che vantano un precedente nella materia del controllo dei prospetti di offerta al pubblico dei servizi di amministrazione fiduciaria, di cui si dirà appresso, trasformeranno la società di revisione in *longa manus* dell'autorità di controllo, prevedendo che a esse possano essere delegati anche compiti ispettivi su intermediari e società di gestione dei mercati.

Da disciplina satellite delle sole società quotate quella delle società di revisione diventa una disciplina strumentale rispetto

[142] Sulla controversa natura di tale potere, se esso sia cioè autonomo ovvero sostitutivo del potere di impugnazione sottratto ai piccoli azionisti, cfr.: G. Ferri, *La corsa all'impugnativa dei bilanci sta per concludersi?*, in «Riv. dir. comm.», II, 1976, pp. 171 ss.; M. Cera, *Effetti della certificazione del bilancio: l'impugnazione della Consob*, in «Riv. soc.», 1977, pp. 154 ss.; R. Cavallo Borgia, *L'impugnativa del bilancio certificato dalla società di revisione*, Milano 1981; G.E. Colombo, *L'impugnativa del bilancio certificato*, in «Riv. soc.», 1982, pp. 839 ss.; E. Spano, *La prima volta della Consob*, in «Giur. comm.», I, 1985, pp. 351 ss.

[143] Con delibera n. 1079 dell'8 aprile 1982 con cui la CONSOB ha raccomandato l'adozione di principi contabili e di revisione, cfr. CONSOB, *Relazione 1982*, pp. 45 s.

all'intera normativa del mercato mobiliare. Ma siamo ormai nella prima decade degli anni Duemila.

5.2. *La trasparenza delle società quotate: il ruolo della CONSOB di «filtro» dell'informazione societaria*

Il regime speciale aggiuntivo si caratterizza, principalmente, per l'imposizione alle società quotate di obblighi di trasparenza. Essi hanno a oggetto, innanzitutto, il bilancio, la relazione semestrale e i principali momenti dell'attività sociale (art. 4) e hanno come destinatari sia gli azionisti – in quanto le informazioni richieste dalla legge vanno rese in assemblea – sia la CONSOB. A quest'ultima la comunicazione va inoltrata sia prima sia dopo la riunione assembleare. Alla CONSOB spettano poi poteri di richiesta alle società quotate di pubblicazione e di comunicazione di informazioni ulteriori o integrative di quelle di legge (art. 3, lett. *b* e *c*, l. n. 216/1974)[144]. La pubblicazione è esclusa se essa può recare pregiudizio alla società e all'ente[145].

La CONSOB finisce così con lo svolgere un ruolo di «filtro» dell'informazione societaria: esamina l'adeguatezza dell'informazione dovuta per legge dalle società quotate, richiede eventuali integrazioni, verifica l'ottemperanza alla richiesta[146]. In definiti-

[144] Sui poteri della CONSOB in materia di società quotate, cfr. D. Buonomo, *Società e controllo pubblico*, Milano 1978 e A. Bracciodieta, *Il controllo pubblico sulle società per azioni*, Bari 1985.

[145] Nel regolamento sull'organizzazione e il funzionamento della CONSOB, approvato con delibera CONSOB n. 274/1977, viene posto a carico degli amministratori della società quotata (art. 22) l'onere di allegare il pregiudizio, mediante reclamo motivato e corredato della necessaria documentazione; nel frattempo la delibera rimane sospesa; la CONSOB assunte le opportune informazioni e sentiti nuovamente gli amministratori decide sul reclamo proposto. Tale meccanismo verrà riprodotto nella l. n. 281/1985, ma con l'importante precisazione, frutto delle censure racchiuse nell'indagine conoscitiva della Camera dei deputati degli anni 1993-94, che la pubblicazione delle informazioni non può essere esclusa ove ciò induca in errore i risparmiatori su fatti e circostanze essenziali.

[146] Nei «Bollettini» CONSOB di quegli anni vi è ampia traccia dei provvedimenti adottati dall'organo ai sensi degli artt. 1/3, lett. *b* e *c*, della l. n. 216/1974. Vi si legge chiaramente il procedimento seguito: esaminata la documentazione trasmessa in via preventiva dalla società ai sensi di legge, la CONSOB richiede alla stessa di integrare l'informativa da rendersi nel corso dell'assemblea agli

va, la previsione di un'informazione societaria continua trova la sua *ratio* nella necessità di consentire agli azionisti-risparmiatori scelte oculate d'investimento o di disinvestimento in ogni momento della vita della società[147].

Altri obblighi informativi riguardano la proprietà azionaria delle società quotate e sono richiesti alle società partecipanti (art. 5 l. n. 216 cit.) e agli esponenti aziendali delle prime (art. 17 l. n. 216 cit.). A questi ultimi è anche imposto un obbligo di comunicazione dei compensi percepiti dalle società quotate di appartenenza (art. 17 l. n. 216 cit.). Tali dati hanno tutti come destinatari la società partecipata e la CONSOB, non anche (come invece quelli di bilancio e sui principali momenti dell'attività sociale) gli azionisti.

La previsione di un obbligo di comunicazione alla CONSOB da parte degli amministratori di società quotate delle partecipazioni in esse detenute e dei compensi percepiti ha, tuttavia, una finalità non strettamente correlata alla trasparenza della proprietà azionaria. Come correttamente rilevato in dottrina, essa rappresenta piuttosto una prima «embrionale» disciplina dell'*insider trading*[148].

Il quadro normativo è integrato da successivi interventi della CONSOB in materia sia di società quotate (integrazione dell'informativa assembleare) sia di società di revisione (iscrizione al relativo albo e oggetto sociale; conferimento dell'incarico di revisione; revisione del bilancio consolidato; raccomandazione dei principi contabili e di revisione; contenuto della relazione di certificazione).

La produzione normativa della CONSOB va spesso al di là della mera attuazione delle disposizioni di legge, «integrando» queste ultime.

In alcune ipotesi, la CONSOB si limita soltanto ad ampliare l'oggetto dell'informativa richiesta alle società quotate. Si pensi alle comunicazioni sull'informativa assembleare, adottate utiliz-

azionisti con dati e notizie afferenti gli aspetti più disparati dell'attività sociale e di trasmettere successivamente alla Commissione i relativi verbali, onde provare l'ottemperanza alla prescrizione.

[147] Cfr. *L'informazione societaria. Atti del convegno (Venezia, 5-7 novembre 1981)*, Milano 1982.

[148] Carbonetti, *Commissione nazionale* cit., p. 7.

zando i poteri ex art. 3, lett. *b* e *c*, l. n. 216/1974, ritenuti dalla CONSOB attivabili anche in via generale e per richiedere la comunicazione e la pubblicazione anche di dati ulteriori rispetto a quelli già previsti dalla legge. Come pure si pensi alla prescrizione della certificazione dei bilanci consolidati. A tale ultimo riguardo, la dottrina evidenzia come, imponendo la legge la certificazione dei soli bilanci delle società quotate, l'estensione ad opera della CONSOB dell'obbligo in questione anche ai bilanci delle controllate non quotate, ma appartenenti al medesimo gruppo della quotata, potrebbe avere soltanto la natura di una raccomandazione non vincolante. La CONSOB si muove, in effetti, sul terreno della *moral suasion*, esprimendo nella propria relazione annuale l'auspicio che, «dovendo la società capogruppo, ai fini del conseguimento della certificazione del bilancio d'esercizio, assoggettare necessariamente a revisione completa i bilanci delle più rilevanti controllate, è ragionevole presumere che le stesse non si esimeranno dall'ottenere la certificazione anche del bilancio consolidato»[149].

In altre ipotesi, invece, sono estesi a soggetti diversi dalle società quotate – ma ugualmente vigilati, seppur in misura diversa, dalla CONSOB – obblighi informativi previsti dalla legge solo per le prime. Rilevano, a tal fine: *a)* l'estensione agli enti commerciali con titoli quotati in borsa e alle società finanziarie di cui all'art. 19, l. n. 216/1974, dell'obbligo di comunicazione della relazione semestrale (delibera CONSOB n. 214/1977)[150]; *b)* l'estensione alle società con titoli negoziati nel mercato ristretto di alcuni obblighi contemplati per le società quotate in borsa. Più precisamente, sotto tale ultimo profilo, la CONSOB utilizza i poteri *ex lege* n. 49/1977 per richiedere alle società con titoli negoziati nel mercato ristretto la comunicazione delle delibere di ap-

[149] CONSOB, *Relazione 1982*, p. 32.

[150] Cfr. sul punto la circolare Assonime del 2 agosto 1977, n. 168, secondo cui l'obbligo degli enti commerciali con titoli quotati in borsa e delle società finanziarie di cui all'art. 19, l. n. 216/1974, resta limitato alla comunicazione alla CONSOB della relazione semestrale e non si estende, invece, al deposito della stessa presso la sede sociale, previsto per le sole società con azioni quotate dall'art. 2429-*bis* c.c.

provazione del bilancio e di modifica dell'atto costitutivo[151]. Non viene introdotto, però, come già previsto per le società quotate in borsa, un obbligo di comunicazione preventiva di detti dati.

Oltre tale limite l'intervento «suppletivo» della CONSOB, benvenuto ma di dubbia legittimità, non può andare. Estensioni dell'ambito soggettivo di applicazione delle disposizioni in materia di trasparenza sia dell'attività sociale (nel senso di ampliare la sfera dei soggetti tenuti agli obblighi di comunicazione fino a ricomprendervi anche le società controllanti o controllate da società quotate, nonché le società fiduciarie) sia della proprietà azionaria delle società quotate (nel senso di imporre l'obbligo di comunicazione delle partecipazioni a chiunque detenga azioni in società quotate in misura superiore al 2%) vengono perciò solo auspicate dalla CONSOB in una proposta di modifica della legge n. 216/1974[152].

Importante è, comunque, a fronte delle spesso giuste critiche di legittimità sollevate in dottrina, il fatto in sé della diffusa regolazione del segmento delle società quotate.

La CONSOB opera tramite lo strumento della comunicazione rivolta ai destinatari in essa indicati. A prescindere dalla denominazione dell'atto, si tratta, per lo più, di ordinanze normative atipiche, adottate ai sensi dell'art. 1/3, lett. *b* e *c*, della l. n. 216/1974. In altri casi, la CONSOB opera, invece, tramite lo strumento della raccomandazione, prospettando la propria posizione ufficiale su istituti già disciplinati dalla legge e in relazione ai quali non dispone di poteri di intervento diretti.

È il settore delle società quotate il terreno d'elezione dell'intervento di regolazione della «prima CONSOB», terreno su cui si formano e si definiscono strumenti normativi e persuasivi poi applicati, man mano che il legislatore lo consentirà, ad altri segmenti del mercato mobiliare.

[151] CONSOB, *Relazione 1983*, p. 41.

[152] Cfr. CONSOB, *Relazione 1975*, pp. 4 ss., e *Relazione 1979*, pp. 30 ss., nonché la *Relazione Consob alla Commissione finanze e tesoro del Senato* del 1° luglio 1977.

5.3. *La disciplina delle società quotate al mercato ristretto*

Meno invasivo, rispetto a quello previsto per le società quotate in borsa, è il regime previsto per le società i cui titoli sono ammessi al mercato ristretto. La l. n. 49/1977 si limita, infatti (art. 4), ad attribuire alla CONSOB soltanto poteri di richiesta di atti e documenti, ispettivi, e di disporre la pubblicazione di dati e notizie necessari per l'informazione del pubblico[153]. L'espressa attribuzione di poteri circoscritti nei confronti delle società quotate al mercato ristretto esclude che il ricordato generico richiamo all'utilizzo di tutti i poteri previsti dalla l. n. 216/1974 di cui all'art. 3, l. n. 49/1977, valga, oltreché per il mercato, come pure risulterebbe dalla collocazione della disposizione, posta prima della norma sui poteri relativi alle società quotate al ristretto (art. 4), anche per le società con titoli ivi negoziati. In ogni caso, il mancato rinvio nell'art. 3, comma 6, l. n. 49/1977 al d.p.r. n. 136/1975 esclude per le società quotate al mercato ristretto l'applicazione dell'obbligo di revisione e certificazione dei bilanci[154].

6. *Le disposizioni sulle società finanziarie e sull'offerta al pubblico*

Il sistema normativo introdotto dalla l. n. 216/1974 contempla anche una disposizione sulle società finanziarie che rivestano determinati requisiti patrimoniali e di oggetto sociale (art. 19, l. n. 216/1974) e una sulle offerte al pubblico di titoli (art. 18, l. n. 216/1974)[155].

Il controllo sulle società finanziarie diverrà, però, un «ramo

[153] Per la circolare Assonime del 12 maggio 1977, n. 83, la legge sul ristretto sarebbe invece viziata dalla tendenza a un'eccessiva assimilazione di tale mercato a quello di borsa, tendenza che si rifletterebbe anche sui poteri della CONSOB nei confronti delle società quotate nel primo dei due mercati; e ciò a detrimento dell'attitudine del mercato ristretto a fungere da mercato di acclimatamento per i titoli non ancora maturi per la negoziazione in borsa.

[154] Cfr. G. Minervini, *La Consob. Lezioni di diritto del mercato finanziario*, Milano 1989, p. 175.

[155] Cfr. F. Mucciarelli, *Holdings, società finanziarie e art. 19 della legge 7 giugno 1974, n. 216*, in «Riv. soc.», 1985, pp. 895 ss.

secco» della disciplina del mercato mobiliare[156] e ciò nonostante le potenzialità insite nella norma di cui all'art. 1/19, l. n. 216/1974. In effetti, la disposizione assoggetta ai poteri della CONSOB di cui agli artt. 1/3 e 1/4 della l. n. 216 cit. le società finanziarie che, ancorché non quotate, abbiano certi requisiti patrimoniali e, soprattutto, svolgano quali attività esclusive o principali «l'assunzione di partecipazioni in altre società, la compravendita, il possesso, la gestione o il collocamento di titoli pubblici e privati».

Con il beneficio della visione retrospettiva e considerata l'ampiezza dei poteri indicati dalle norme citate, si badi non di sola trasparenza ma inerenti anche, ad es., alla regolarità e ai modi di finanziamento delle operazioni d'intermediazione e negoziazione su titoli quotati in borsa (art. 1/3, lett. *g*, l. n. 216 cit.), l'art. 1/19, l. n. 216 cit., avrebbe potuto costituire un primo nucleo di quella disciplina dell'intermediazione mobiliare che vedrà la luce soltanto nel 1991. Anche se, va avvertito, non tutte le attività indicate dall'art. 1/19, l. n. 216 cit. sono suscettibili di rientrare nel novero di quelle che alla luce di successivi interventi normativi sarebbero poi state definite di intermediazione mobiliare[157].

Successivi e importanti sviluppi avrà, invece, la normativa sulle offerte pubbliche. In essa l'attenta dottrina dell'epoca ravvisa i germi dell'ampliamento del controllo pubblico all'intero mercato mobiliare[158].

Nella versione originaria sia l'art. 5, d.l. n. 95/1974, sia l'art. 18, l. n. 216/1974, dettano, tuttavia, solo una disciplina embrio-

[156] Una disciplina dei soggetti operanti nel settore finanziario ricomparirà, invece, in tutt'altro ambito e con tutt'altre finalità, nel d.l. n. 143/1991 (convertito nella l. n. 197/1991) per poi confluire nel testo unico bancario del 1993.

[157] Importanti sul punto le considerazioni di P.G. Marchetti, *La disciplina degli intermediari*, in *Sistema finanziario e controlli: dall'impresa al mercato*, Milano 1986, pp. 121-122. L'autore, dopo aver individuato i caratteri dell'intermediazione rilevante – «caratterizzata da una raccolta di risparmio, per un impiego presso terzi laddove all'impiego corrisponda discrezionalità dell'intermediario e/o comunque un suo agire nell'attività di impiego in nome proprio, con, o anche con, assunzione di rischio in proprio» – ne espunge le società di partecipazione-*holding*, includendovi le altre.

[158] Lo rileva già Carbonetti, *Commissione nazionale* cit., p. 10, rinviando ai lavori di G. Rossi, *Trasparenze e vergogna*, Milano 1982; Id., *La scalata del mercato (la borsa e i valori mobiliari)*, Bologna 1986; P.G. Marchetti, *Le offerte pubbliche di sottoscrizione e la legge n. 216*, in «Riv. soc.», 1981, pp. 1137 ss.

nale dell'appello al pubblico risparmio. In particolare l'art. 5, d.l. n. 95/1974, prevede un obbligo di comunicare alla CONSOB le offerte pubbliche di sottoscrizione e di vendita di azioni e attribuisce alla Commissione il potere di stabilire i modi in cui tali offerte devono essere rese pubbliche nonché i dati e le notizie che devono essere con l'occasione diffusi. L'art. 1/18, l. n. 216/1974, stabilisce che le operazioni assoggettate ai predetti obblighi e poteri siano le offerte di vendita e di acquisto di azioni e di obbligazioni convertibili.

Nelle pieghe di tale previsione s'inserisce la prassi CONSOB di richiedere la pubblicazione di un prospetto informativo[159], documento già noto, come accennato, all'ordinamento del mercato ristretto, che ne formalizza denominazione e contenuti. Dal punto di vista civilistico, diversa è, però, la rilevanza del prospetto nel primo caso, in cui esso configura un'integrazione dei doveri di buona fede precontrattuale[160].

Ma, oltre ai predetti poteri informativi, le disposizioni di legge non consentono di andare. I limiti di tale disciplina appaiono evidenti soprattutto con riguardo alle OPA. I profili di correttezza dell'operazione trovano collocazione nel codice di autodisciplina dettato dal Comitato direttivo degli agenti cambio della Borsa valori di Milano, mentre dal punto di vista strettamente borsistico la CONSOB valuta, se il titolo è quotato, di sospenderne la negoziazione nel corso dell'operazione[161]. Una compiu-

[159] Cfr. CONSOB, *Relazione 1982*, pp. 39 s.

[160] Su tali profili, cfr., in dottrina, sebbene nel vigore della nuova disciplina della sollecitazione del pubblico risparmio (l. n. 77/1983), G. Ferrarini, *La responsabilità da prospetto*, in «Quaderno di giurisprudenza commerciale», n. 78, Milano 1986, e in giurisprudenza, Tribunale di Milano 11 gennaio 1988, in «Giur. comm.», II, 1988, pp. 585 ss. e Corte d'appello di Milano 2 febbraio 1990, in «Giur. comm.», II, 1990, pp. 755 ss.

[161] CONSOB, *Relazione 1978*, pp. 25-26. Nella *Relazione 1979*, p. 86, la CONSOB evidenzia il problema, strettamente attinente all'esercizio dei propri poteri, «dell'opportunità di interventi di tipo sospensivo della quotazione del titolo in relazione all'operazione e, nell'affermativa, se prima o durante lo svolgimento della medesima. La responsabilità della Commissione nel caso di offerte su titoli quotati, travalica l'operazione in se stessa, estendendosi all'andamento dei titoli e alle ripercussioni che operazioni degli *insiders* o voci più o meno fondate, possono produrre sulle quotazioni. La discrezionalità della Commissione, in questo caso, è fondamentale, in quanto, dato il carattere peculiare che ogni

ta disciplina della sollecitazione si avrà, come vedremo, soltanto con la l. n. 77/1983. Nel frattempo il dibattito dottrinale è concentrato più sulla necessità di stimolare il mercato borsistico che su quella di disciplinare il mercato non ufficiale. La previsione di norme di trasparenza per il solo mercato ufficiale rende, tuttavia, più conveniente per gli emittenti collocare i propri prodotti finanziari al di fuori della borsa dove non sussistono, almeno fino al 1983, pregnanti obblighi d'informazione[162].

offerta riveste, solo una valutazione delle circostanze suggerisce quale intervento può rivelarsi più opportuno per conciliare comunque la tutela del mercato con la libertà di determinazione che allo stesso deve essere garantita».

[162] Cfr. Carbonetti, *Commissione nazionale* cit., che parla (p. 4) di «riforma doppiamente sbilanciata: anzitutto, perché si limitava alla borsa, e cioè a uno solo dei segmenti del mercato mobiliare; inoltre, perché incideva solo su un elemento del mercato ufficiale, cioè sul prodotto finanziario in esso scambiato».

IV.
L'ESTENSIONE DELLE COMPETENZE DELLA CONSOB ALLA SOLLECITAZIONE DEL PUBBLICO RISPARMIO

1. *Il* quid novi *dell'intervento normativo: dalle società quotate alla raccolta del risparmio fuori borsa*

La disciplina contenuta nella legge istitutiva della CONSOB allarga, come detto, la prospettiva dalle borse alle società quotate. Mancano, tuttavia, all'appello ancora importanti segmenti del mercato mobiliare. Non è prevista una compiuta disciplina della raccolta del risparmio fuori borsa, dei cc.dd. «investitori professionali», dell'attività d'intermediazione in generale.

Nel periodo compreso tra il 1983 e il 1991 si assiste all'estensione della normativa del mercato mobiliare dalle società quotate alla raccolta fuori borsa e a quella effettuata tramite l'emissione di quote di fondi comuni di investimento mobiliare aperti[163]. Ciò che rileva è, in ogni caso, la convinzione, sottesa a tale scelta legislativa, che la necessità di protezione degli investitori si presenta anche allorché essi siano sollecitati a investire i propri risparmi al di fuori del canale tradizionale della borsa, acquistando titoli non quotati o quote di organismi di investimento collettivo. In tale secondo caso i meccanismi di protezione del risparmiatore sono maggiori; le scelte di investimento sono rimesse a un investitore professionale sottoposto a controlli pubblici.

Oltre alla suddetta estensione, identificabile con l'approvazione della l. n. 77/1983, in questo periodo, e precisamente nella seconda metà degli anni Ottanta, si assiste anche all'auspicato potenziamento della CONSOB, che acquista piena autonomia e personalità giuridica, e al completamento della disciplina sia delle borse sia degli emittenti titoli quotati; tale completamento segue all'adozione delle prime direttive comunitarie in materia di mercato mobiliare[164].

Vi provvedono la l. n. 281/1985, che tocca tutti e tre i predet-

[163] Un'ampia, ragionata, raccolta – aggiornata al 31 dicembre 1987 – della disciplina, primaria e secondaria, del mercato mobiliare, comprensiva delle interpretazioni della giurisprudenza e degli orientamenti espressi dalle associazioni di categoria, è contenuta in F. Di Maio (a cura di), *Codice dei valori mobiliari*, Milano 1988.

[164] Prima di esse la Commissione aveva adottato, con la raccomandazione 77/534/CEE, soltanto un codice di condotta europeo concernente le transazioni sui valori mobiliari.

ti profili (statuto legale della CONSOB, società quotate e borse), nonché la legge 19 giugno 1986, n. 289, sulla Monte Titoli s.p.a. e il decreto del ministro del Tesoro dell'8 febbraio 1988 sulla disciplina del mercato secondario dei titoli di Stato, concernenti il solo segmento delle borse.

Si discute anche, in questa fase, su sollecitazione di un vivace dibattito dottrinario[165], della necessità di una disciplina dell'intermediazione mobiliare e del completamento di quella delle borse. Dopo un lungo periodo di gestazione e di tentativi occasionali di sopperire alle lacune della legge con l'utilizzo delle norme sulla sollecitazione del pubblico risparmio e delle commissionarie di borsa si arriva finalmente all'approvazione della l. n. 1/1991, che segna l'inizio della fase successiva.

2. *La l. n. 77/1983 sui fondi comuni d'investimento mobiliare aperti e l'introduzione di una disciplina organica dell'appello al pubblico risparmio*

La l. n. 77/1983 rappresenta una tappa fondamentale dell'evoluzione della disciplina del mercato mobiliare in Italia per due ragioni fondamentali: perché introduce il primo tipo di investitore istituzionale, il fondo comune di investimento mobiliare aperto, e perché reca una nuova e organica disciplina della sollecitazione del pubblico risparmio, confinata nella l. n. 216/1974 solo ad alcune limitate fattispecie di offerta al pubblico.

Come osservato in dottrina, «il nostro mercato mobiliare poteva così avvalersi, per la prima volta, di un intermediario capace di raccogliere grandi masse di risparmio e di provvedere alla sua gestione in monte secondo criteri di competenza e di diversificazione degli investimenti»[166]. Il modello organizzativo è triparti-

[165] Si vedano, *inter alia*, le considerazioni di G. Rossi, *L'informazione societaria al bivio*, in «Riv. soc.», 1986, pp. 1083 ss.; Marchetti, *La disciplina degli intermediari* cit.

[166] Costi, *Il mercato mobiliare* cit., pp. 27 s. Per un primo commento alla l. n. 77/1983, cfr. AA.VV., *Istituzione e disciplina dei fondi comuni d'investimento*, in *Le nuove leggi civili commentate*, Padova 1984, pp. 380 ss. I lavori parlamentari relativi alla legge sono riportati in Assogestioni, *Istituzione e disciplina dei*

to, in quanto fa perno sulla società di gestione, la banca depositaria e i partecipanti al fondo; la legge regola i rapporti tra questi tre elementi.

Su tali rapporti s'innesta la vigilanza pubblica, ripartita tra la CONSOB e la Banca d'Italia, secondo un modello funzionale destinato ad avere largo seguito negli interventi normativi successivi concernenti sia le altre tipologie di investitori collettivi del risparmio sia, *mutatis mutandis*, le società abilitate a offrire al pubblico i servizi di intermediazione mobiliare (poi servizi di investimento).

I compiti di vigilanza appartengono prevalentemente alla Banca d'Italia, che: *a)* autorizza la società di gestione e determina le modalità di investimento del relativo capitale; *b)* approva il regolamento del fondo, stabilisce criteri e vincoli all'attività di investimento, può condizionare le modalità e i tempi per il rimborso delle quote, stabilisce schemi tipo per i documenti contabili, determina i criteri per la valutazione delle attività del fondo.

Alla CONSOB compete soltanto una vigilanza informativa sulla società di gestione e sull'offerta al pubblico delle quote del fondo, che rappresenta una modalità di sollecitazione del pubblico risparmio.

Dal punto di vista dell'evoluzione storica della disciplina del mercato mobiliare, più che i tratti salienti della dettagliata disciplina della materia e le discussioni della dottrina circa la natura giuridica del fondo oggi sopite a seguito dell'importante sentenza della Corte di cassazione del 15 luglio 2010, n. 16605[167], giova sottolineare alcuni elementi che permangono anche nella legislazione successiva.

Si è già detto del criterio funzionale circa il riparto della vi-

fondi comuni di investimento mobiliare, in «Quaderno di ricerca», n. 1, 1987. Si inserisce, nel dibattito dottrinario per l'introduzione nell'ordinamento italiano dell'istituto dei fondi comuni d'investimento mobiliare, il volume L. Geraci, P.G. Jaeger (a cura di), *L'istituzione dei fondi comuni d'investimento*, *Atti della tavola rotonda tenuta in Monza il 24-26 ottobre 1969*, Milano 1970.

[167] La sentenza statuisce che «i fondi comuni d'investimento (nella specie, un fondo immobiliare chiuso) costituiscono patrimoni separati della società di gestione del risparmio che li ha istituiti, con la conseguenza che, in caso di acquisto immobiliare operato nell'interesse di un fondo, l'immobile acquistato deve essere intestato alla società di gestione» (massima ufficiale).

gilanza. A tale aspetto va aggiunto, quanto ai profili sostanziali della disciplina: *a)* l'esclusività dell'oggetto sociale e la connessa riserva di attività, che comporterà la necessità di interventi legislativi successivi per consentire l'esercizio di altre tipologie di fondi; *b)* la sottrazione della società di gestione al fallimento e la sottoposizione della stessa ad amministrazione straordinaria e a liquidazione coatta amministrativa, secondo il modello già seguito per le banche e che, a partire dal d.lgs. n. 415/1996, rappresenterà la regola per gli intermediari del mercato mobiliare, con la sola esclusione dell'agente di cambio.

2.1. *L'esigenza di disciplinare l'atipico e i controlli sui flussi finanziari*

La disciplina della sollecitazione del pubblico risparmio è occasionata dalla comparsa dell'«atipico». Come rilevato, «nel corso degli anni Settanta, caratterizzati da fenomeni inflazionistici molto accentuati, il risparmio» fugge «gli impieghi (depositi, obbligazioni) esposti alla svalutazione monetaria» e non trova, però, «adeguato sfogo nel mercato azionario, in condizioni di accentuata emarginazione»; si creano così «le premesse per un tumultuoso ed incontrollato collocamento presso il pubblico dei cc.dd. titoli atipici, ossia diversi dalle azioni e dalle obbligazioni e i cui rendimenti teorici» sono «collegati ad operazioni immobiliari o imprenditoriali e sottratti al rischio di perdita del valore della moneta»[168]; il fenomeno sfugge, però, ai controlli pubblici della CONSOB, limitati all'epoca sostanzialmente alle borse valori e alle società in esse quotate; il rimedio è rappresentato, appunto, dall'art. 12 della l. n. 77/1983.

Tale legge reca anche una disciplina dei flussi finanziari (art. 11), che si aggiunge, senza, tuttavia, dar luogo a una normativa unitaria e coerente, a quella prevista dagli artt. 2 e 44 della l.b. del 1936[169]. Essa prevede che «ai soli fini del controllo dei flus-

[168] Costi, *Il mercato mobiliare* cit., p. 27.

[169] In realtà, la disciplina dei flussi finanziari è all'epoca dispersa in più disposizioni, contenute in leggi diverse, non legate da un disegno unitario e ispirate a finalità diverse, e cioè: negli artt. 2, u.c., e 45, l.b. del 1936, che assoggettano ad autorizzazione della Banca d'Italia le emissioni di azioni, di obbligazioni e di

si finanziari, le emissioni di valori mobiliari di qualsiasi natura da collocare, anche indirettamente, mediante offerta al pubblico e le offerte in Italia di valori mobiliari esteri devono essere comunicate alla Banca d'Italia con l'indicazione della quantità e delle caratteristiche dei titoli»; la Banca d'Italia può stabilire «l'ammontare massimo dell'emissione o dell'offerta con provvedimento motivato con riferimento alle esigenze di controllo della quantità e della composizione dei flussi finanziari conformemente alle direttive generali del CIPE e del CICR». Si tratta, perciò, di una disposizione che, almeno nelle intenzioni del legislatore, è ispirata a finalità macroeconomiche, che nulla hanno a che vedere con la tutela dei risparmiatori[170]. Altro discorso riguarda, invece, l'applicazione concreta della disposizione, piegata all'esigenza di «tutela del risparmio nei confronti di emissioni che avrebbero potuto pregiudicarlo in considerazione della natura dei titoli offerti»[171], esigenza temporanea e, di fatto, suppletiva dell'iniziale inerzia della CONSOB.

ogni altro valore mobiliare già quotati o di cui sia richiesta l'ammissione a quotazione o, comunque, da collocare tramite le banche; nell'art. 44, l.b. del 1936, che sottopone ad autorizzazione della Banca d'Italia gli aumenti di capitale e l'emissione di obbligazioni degli istituti di credito; nell'art. 11, l. n. 77/1983, che prevede l'obbligo di comunicare alla Banca d'Italia le emissioni di valori mobiliari e le offerte in Italia di valori mobiliari esteri, non assoggettate ad altri controlli; nell'art. 21, l. n. 281/1985, che, sostituendosi al r.d. n. 1613/1935, assoggetta ad autorizzazione del ministro del Tesoro, sentita la Banca d'Italia, la costituzione di società per azioni (e in accomandita per azioni) con capitale superiore a 10 miliardi, nonché gli aumenti di capitale non gratuiti e le emissioni di obbligazioni delle stesse superiori a tale importo. Come vedremo, il testo unico bancario (d.lgs. n. 385/1993) abroga tali disposizioni (art. 161, comma 1) e detta una nuova, organica, disciplina della materia (art. 129). Cfr. F. Carbonetti, *Il controllo della Banca d'Italia sulle emissioni di titoli atipici*, in Banca d'Italia «Quad. ric. giur.», n. 19, Roma 1988.

[170] Così Costi, *Il mercato mobiliare* cit., p. 28: «la norma [...] postula il potere, di natura per così dire macroeconomica, dell'apparato politico amministrativo (CIPE e CICR) di emanare direttive sulla dimensione e la conformazione dei flussi finanziari del paese e il potere, della Banca d'Italia, di inibire le emissioni di valori mobiliari ritenute in tutto o in parte non conformi a quelle direttive. Si tratta di una disposizione che riflette i disegni programmatori degli anni Sessanta, di impossibile applicazione in un mercato nazionale che non può essere separato dai mercati degli altri paesi e, in realtà, dettata per consentire un ulteriore controllo microeconomico sulle emissioni diverse da quelle azionarie».

[171] *Ivi*, p. 29.

2.2. *La nuova disciplina primaria della sollecitazione del pubblico risparmio e il controllo della CONSOB sulla liceità delle relative operazioni*

L'art. 12 della l. n. 77/1983 sostituisce la scarna disposizione sulle offerte al pubblico di acquisto e vendita di azioni e obbligazioni convertibili contenuta nella l. n. 216/1974 con una disciplina organica della sollecitazione del pubblico risparmio.

Le nuove disposizioni sulla sollecitazione (artt. da 1/18 a 1/18-*quater*, l. n. 216/1974):

i) formalizzano accanto all'obbligo (già previsto dalla legge previgente) di comunicazione alla CONSOB dell'operazione, quello (prima conosciuto dalla sola prassi della CONSOB) di pubblicazione di un prospetto informativo;

ii) ampliano l'ambito oggettivo di applicazione della fattispecie dalle offerte di vendita e acquisto di azioni e obbligazioni convertibili a ogni offerta al pubblico di valori mobiliari;

iii) prevedono una disciplina speciale delle vendite a domicilio;

iv) sottopongono a specifici obblighi informativi e poteri della CONSOB tutti i soggetti a qualunque titolo coinvolti nell'operazione di sollecitazione.

L'estrema dilatazione della fattispecie sollecitatoria si coglie, in particolare, nella definizione dell'oggetto della sollecitazione, individuato nel valore mobiliare (art. 1/18-*bis*, l. n. 216/1974): si tratta, diversamente da quella «classica», contenuta nella legge bancaria del 1936 prima e nel citato art. 11, l. n. 77/1983 poi e funzionale (almeno nelle intenzioni del legislatore) ai controlli macroeconomici sul mercato primario, di una nozione amplissima, coincidente con qualsiasi documento volto a rappresentare l'interesse del risparmiatore in un investimento; cosicché, in dottrina, si fa strada la tesi che l'unico elemento definitorio della fattispecie finisca con il ridursi all'individuazione della tecnica sollecitatoria (tesi c.d. «monistica»)[172], elemento anch'esso dai

[172] Corrobora tale convinzione lo stesso tenore letterale dell'art. 1/18, l. n. 216/1974 che, nel fare riferimento a «coloro che intendono [...] sollecitare con altri mezzi del pubblico risparmio», sembra configurare una fattispecie rilevan-

contorni piuttosto ampi, se non addirittura indefiniti (art. 1/18-*ter* l. n. 216/1974); alcuni tratti caratteristici della fattispecie sollecitatoria vengono, peraltro, individuati, specie in giurisprudenza, nella spersonalizzazione dell'offerta (deve trattarsi di un'offerta *in incertam personam*) e nel bisogno di protezione (*need of protection*) dell'oblato[173].

L'art. 12, comma 3, l. n. 77/1983, esenta dall'applicazione delle norme sulla sollecitazione talune fattispecie destinate poi a confluire nell'art. 100 del testo unico della finanza del 1998. Oltre a quelle aventi a oggetto i titoli di Stato o garantiti dallo Stato e quelli emessi da organismi internazionali pubblici di cui facciano parte Stati membri della Comunità europea, si segnalano, soprattutto, le operazioni di raccolta del risparmio di debito effettuate dalle banche nella loro attività bancaria tipica.

La deroga all'applicazione della disciplina generale della sollecitazione trova giustificazione nella diversa natura del risparmio che affluisce alle banche, sotto forma di depositi ovvero di sottoscrizione di titoli di deposito bancari, rispetto a quello che è investito in altre attività finanziarie. Il primo è in cerca di sicurezza e si affida all'eterotutela assicurata dalla vigilanza bancaria. Il secondo, mirando a un rapporto ottimale, soggettivamente variabile, tra rischio e rendimento dell'attività finanziaria presa in considerazione, esige un'informazione completa e accurata che consenta al risparmiatore una consapevole scelta d'investimento[174].

La dilatazione dell'ambito oggettivo di applicazione della disciplina sulla sollecitazione costituisce l'occasione per regola-

te per l'applicazione della disciplina del prospetto informativo senza che sia a tal fine necessaria la presenza del valore mobiliare.

[173] Sulle posizioni espresse, in questo periodo, dalla CONSOB e dalla dottrina, cfr. Minervini, *La Consob* cit., pp. 117 ss. La giurisprudenza dell'epoca fa leva appunto sulla natura *in incertam personam* dell'offerta o comunque sulla non determinabilità a priori dei destinatari: cfr. le pronunce riportate in G.M. Flick (a cura di), *Consob. L'istituzione e la legge penale*, Milano 1987, pp. 311 ss.

[174] Sui rapporti tra la disciplina del mercato mobiliare e la legislazione bancaria cfr. F. Carbonetti, *Informazione societaria e vigilanza bancaria*, in «Banca, borsa e tit. cred.», I, 1981, p. 471; Id., *I cinquant'anni della legge bancaria*, in Banca d'Italia, «Quad. ric. giur.», n. 10, Roma 1986 e in «Riv. soc.», 1986, p. 849; F. Capriglione, *Evoluzione tecnica e disciplina giuridica dell'intermediazione finanziaria*, in «Banca borsa», I, 1986, p. 24.

mentare l'atipico, innanzitutto con gli strumenti consentiti dalle nuove norme e, cioè, con il prospetto informativo. Il fenomeno è poi arginato da interventi del legislatore tributario (d.l. 30 settembre 1983, n. 512, convertito in l. 25 novembre 1983, n. 649) e dallo stesso tipo di controllo della CONSOB sulle operazioni di sollecitazione; «atipico» anch'esso, perché non limitato alla sola trasparenza dell'operazione – come indicato dalla legge – ma esteso anche alla verifica della liceità della stessa[175].

Come precisato dalla stessa autorità, quand'anche essa eserciti un controllo di trasparenza dell'operazione, «è evidente che un controllo siffatto affidato ad una pubblica istituzione non può dare ingresso ad operazioni che siano in sé e per sé non consentite dall'ordinamento perché contrarie a norme imperative o caratterizzate da causa illecita»[176].

Pur apprezzando l'interventismo istituzionale della CONSOB, la dottrina rileva, però, che «non ogni interesse dei risparmiatori è affidato alla protezione della CONSOB, ma soltanto quegli interessi che sono contemplati dalla norma ad essa attributiva del potere di controllo: fra i quali non è l'interesse alla legittimità degli atti»[177].

Ma, anche a prescindere dai controlli sull'atipico, la verifica del prospetto – questa è almeno la posizione espressa dall'allora presidente della CONSOB, Franco Piga – deve andare «ben al di là del solo aspetto formale», investendo anche le valutazioni in esso contenute, fino a configurare il relativo *placet* dell'amministrazione quasi alla stregua di una concessione amministrativa[178].

Alla «provocazione» della concessione amministrativa segue un vivace confronto dottrinario. Scrive al riguardo il prof. Cassese:

[175] Vedi, per gli orientamenti assunti in materia di offerta al pubblico di servizi di gestione di patrimoni – comunicazione n. 84/11815 del 10 settembre 1984 – di valori mobiliari di associazioni in partecipazione – CONSOB, *Relazione 1984*, pp. 52 s. – di operazioni di cessione di crediti – CONSOB, *Relazione 1985*, pp. 109 s., e, più in generale, sui limiti di tale controllo di liceità – CONSOB, *Relazione 1984*, p. 10 e *Relazione 1985*, p. 12. Sul punto cfr. Minervini, *La Consob* cit., pp. 137 ss., ove s'illustrano gli orientamenti espressi sia dall'autorità di vigilanza sia dalla dottrina dell'epoca.

[176] Cfr. CONSOB, *Relazione 1984*, p. 10.

[177] Minervini, *La Consob* cit., pp. 139 s.

[178] F. Piga, *Nuovi profili dell'ordinamento del mercato mobiliare e la posizione della Consob*, in «Banca borsa», I, 1986, pp. 289 s.

in un ordinamento nel quale erano sconosciuti, fino a qualche tempo fa, organismi simili a quelli che nel Regno Unito si chiamano "Inspectorates" e negli Stati Uniti vengono denominati "Regulatory agencies" e la cui attività consiste nello stabilire "standards" e nell'adottare prescrizioni generali, nell'interesse pubblico [...], si comprendono le difficoltà interpretative provocate dalla legislazione sulla Consob, che ha introdotto, per la prima volta, poteri di imposizione di misure di pubblicità relative a valori mobiliari. E si spiega anche la tendenza di interpretare la nuova legislazione secondo gli schemi concettuali tradizionali, col risultato non solo di dare la forma vecchia a nuovi contenuti, ma anche di stravolgere le linee portanti della nuova legislazione[179];

per poi concludere nel senso che, diversamente dalla legislazione bancaria degli anni Trenta, la normativa sui valori mobiliari non instaura un rapporto autorità pubblica-impresa, «alla quale è riconosciuto uno "status" particolare» ma un rapporto impresa-risparmiatore «garantito dall'autorità, che si interessa del contratto, non dell'impresa», finendo per porre la CONSOB in posizione di terzo «come un giudice»[180].

Per tutta risposta l'allora presidente della CONSOB, a prescindere dalla qualificazione come autorizzazione o concessione del c.d. nulla-osta alla pubblicazione del prospetto, rimarca che «un controllo esclusivamente preventivo cui poi non faccia seguito la possibilità di una verifica volta a cogliere gli eventuali scostamenti del dato reale da quello formale, è un invito implicito al falso che così non sarebbe – almeno da noi – mai scoperto»[181].

Anche a prescindere dalla qualificazione formale dell'atto di controllo del prospetto, il dibattito circa i poteri CONSOB di verifica dello stesso resta, all'epoca, vivace. Poiché i soggetti che sollecitano il pubblico risparmio sono sottoposti ai poteri della Commissione previsti, tra l'altro, dall'art. 1/3, lett. *c*, l. n. 216/1974, in virtù del rinvio a esso operato dall'art. 1/18-*quater* della legge medesima, ci si interroga, in particolare, sui limiti del-

[179] S. Cassese, *Fondamento e natura dei poteri della Consob relativi all'informazione del mercato*, in *Sistema finanziario e controlli* cit., pp. 49 ss. e 50 s.

[180] Ivi, pp. 59 s.

[181] F. Piga, *Conclusioni*, in *Consob: l'istituzione e la legge penale* cit., pp. 231 ss. e 242.

la verifica di «esattezza e completezza dei dati comunicati e pubblicati» prevista dalla prima delle norme testé citate.

A fronte delle oscillazioni interpretative della dottrina e della stessa autorità di controllo, la giurisprudenza finirà con l'attestarsi sulla necessità di una verifica di congruenza, possibile già su base documentale, tra le informazioni in possesso dell'autorità di controllo. È questo l'orientamento seguito dalla Corte di cassazione nella sentenza n. 3132/2001, che statuisce in merito a una vicenda risalente al 1983[182]. Orientamento ragionevole, ove

[182] La sentenza è pubblicata, tra l'altro, in «Foro it.», I, 2001, p. 1139, ed è ampiamente commentata in dottrina in numerose altre riviste. La vicenda riguarda l'offerta al pubblico di quote dell'Hotel Villaggio Santa Teresa di Gallura s.r.l., in relazione alla quale viene previamente sottoposto alla CONSOB e successivamente pubblicato un apposito prospetto informativo, risultato poi non veritiero nei suoi dati essenziali. Posta in liquidazione la H.V.S.T.G. s.r.l. ed assoggettati a procedure concorsuali gli altri soggetti coinvolti nell'operazione di sollecitazione, alcuni sottoscrittori si rivolgono all'autorità giudiziaria lamentando la non veridicità dei dati contenuti nel prospetto informativo e chiedendo il risarcimento dei danni subiti. Nella citata sentenza, la Cassazione accerta che, all'epoca dei fatti (luglio 1983), la CONSOB ha, in base all'ordinamento allora vigente, estesi poteri di controllo in materia di sollecitazione del pubblico risparmio; che tali poteri consentono all'organo di controllo «di intervenire con iniziative istruttorie, integrative, repressive»; e che detto intervento si configura come doveroso, risultando accertata (dalla stessa sentenza d'appello) «la falsità di essenziali dati della prescritta comunicazione e della necessaria informazione pubblica». Pur rientrando nella «sfera riservata alle scelte dell'organo quella di utilizzare questo o quello strumento istruttorio, correttivo, repressivo a fronte di elementi di incompletezza o non veridicità della comunicazione», non è infatti consentito alla CONSOB, «trattandosi di strumenti assegnati all'organo pubblico per l'esercizio di una funzione di vigilanza», l'omissione di qualsivoglia «iniziativa funzionale allo scopo assegnato»; cosicché, «una volta accertato [...] che ex actis» risulti «la falsità di essenziali dati della prescritta comunicazione e della necessaria informazione pubblica (il prospetto), l'organo pubblico istituzionalmente preposto ad assicurare l'effettività di minimi standards informativi» deve intervenire «con iniziative istruttorie, integrative, repressive». In sostanza, la Corte, pur dando atto che l'amministrazione è libera di adottare i mezzi più idonei per il soddisfacimento della funzione a essa assegnata, sottolinea come quest'ultima, oltre ai «noti limiti esterni della imparzialità, correttezza e buona amministrazione», incontri «il vincolo interno costituito dalla attivazione della vigilanza nell'interesse pubblico». Pertanto l'omesso intervento dell'amministrazione, pur costituendo una possibile forma di esercizio della vigilanza, deve, secondo la Corte, ritenersi illecito a fronte di chiare circostanze che richiedono l'adozione di una positiva iniziativa da parte dell'autorità. Nel caso di specie il principio sembra volto a censurare l'inerzia della CONSOB

si consideri che il prospetto è, in buona parte, un documento «di seconda mano», nel quale, cioè, confluiscono altri documenti già elaborati dall'emittente; sulla base di tali premesse, se non può pretendersi dall'autorità di controllo la verifica della rispondenza dei dati pubblicati con la situazione economico-patrimoniale dell'emittente, si può, invece, esigere dalla stessa una verifica della congruenza dei dati pubblicati nel prospetto con quelli indicati nei documenti contabili dell'emittente medesimo.

2.3. *Verso l'adozione del regolamento sulla sollecitazione del 1989*

La disciplina sulla sollecitazione è ancora modificata e integrata da talune disposizioni introdotte dalla l. n. 281/1985: art. 15 (sostituzione del comma 3 dell'art. 1/18-*ter* l. n. 216/1974 con un nuovo testo esplicitante i necessari criteri ai quali la CONSOB avrebbe dovuto attenersi nella predisposizione del regolamento per le «vendite a domicilio»); art. 16 (inserimento nell'art. 1/18-*quater* l. n. 216 cit. di un ulteriore comma estensivo della disciplina di cui agli artt. 1/3 e 1/4 l. cit. nonché, indirettamente, della potestà di disporre l'applicazione del d.p.r. n. 136/1975 a categorie di soggetti diverse da quelle richiamate al comma 1 dello stesso art. 1/18-*quater*); art. 17 (esplicitazione della cessazione di efficacia del regime transitorio per le operazioni in corso, previsto dall'art. 12, comma 4, l. n. 77/1983).

E trova parziale completamento nell'intervento della CONSOB, dapprima frammentario – adozione del regolamento sulle vendite a domicilio (n. 1739/10 luglio 1985 e n. 1830/12 novembre 1985)[183], definizione di schemi-tipo di prospetto informativo per specifiche fattispecie di sollecitazione[184], assoggettamento al d.p.r.

cui è richiesta, quantomeno, una verifica di congruenza, possibile già su base documentale, tra le informazioni disponibili.

[183] Cfr. CONSOB, *Relazione 1985*, pp. 101 ss.

[184] Si vedano in particolare: sui prospetti concernenti l'offerta al pubblico di quote di fondi comuni d'investimento mobiliare di diritto italiano, le comunicazioni n. 84/0384 del 6 giugno 1984 in «Bollettino Consob», n. 3, maggio-giugno 1984, pp. 48-51, n. 85/11924 del 29 giugno 1985, n. 86/08027 del 28 maggio 1986 e n. 88/20309 dell'8 giugno 1988 (l'estensione all'offerta al pubblico di quote/azioni di fondi comuni di investimento di diritto estero dello schema di prospetto definito per i fondi italiani con la citata comunicazione n. 86/08027 è do-

n. 136/1975 delle società ed enti che intendano sollecitare il pubblico risparmio (del. CONSOB del 14 novembre 1984) –, poi organico: adozione, nel 1989, di un apposito regolamento sulla sollecitazione del pubblico risparmio.

Oltreché definire i contorni della fattispecie, in questo periodo si cerca anche di individuare le soluzioni tecniche più adeguate alla tutela dei risparmiatori: la sperimentazione attiene sia alla quantità di informazioni che il prospetto informativo deve contenere (c.d. *materiality of information*), sia alla struttura di detto documento, sia infine alle modalità di pubblicazione del medesimo[185].

cumentata in CONSOB, *Relazione 1986*, pp. 66-67); sui prospetti informativi concernenti l'offerta al pubblico di servizi di amministrazione fiduciaria di beni, le comunicazioni n. 84/11815 del 10 settembre 1984, n. 86/08953 del 10 giugno 1986, e n. 87/09281 del 29 maggio 1987, in «Bollettino Consob», n. 4-5, luglio-ottobre 1984, n. 1-2-3, gennaio-giugno 1986, n. 5, maggio 1987; sull'esecuzione di operazioni di aumento di capitale o di emissione di obbligazioni convertibili da parte di società con azioni quotate in borsa la comunicazione n. 86/13923 del 3 settembre 1986, in «Bollettino Consob», n. 4-5, luglio-ottobre 1986; per gli orientamenti assunti dalla CONSOB in materia di sollecitazione del pubblico risparmio avente a oggetto operazioni di cessione di crediti, cfr. CONSOB, *Relazione 1985*, pp. 109-110; sull'offerta al pubblico di azioni e/o obbligazioni anche convertibili da parte di società calcistiche, cfr. CONSOB, *Relazione 1986*, pp. 61 s. Il progressivo assoggettamento alla disciplina della sollecitazione delle fattispecie di volta in volta presentatesi all'attenzione della CONSOB non avviene, tuttavia, senza incertezze e avvicendamenti interpretativi. Non sempre, infatti, gli indirizzi della CONSOB sono condivisi dalla giurisprudenza, in particolare dalla Pretura di Roma, competente a pronunciarsi sulle violazioni degli obblighi di comunicazione alla Commissione. Un caso emblematico è rappresentato dall'esecuzione di operazioni di aumento di capitale da parte di società con azioni quotate in borsa, dapprima esentata dalla disciplina del prospetto poi a essa assoggettata, a seguito del diverso orientamento maturato in giurisprudenza. Cfr. sul punto la circolare Assonime n. 107 del 12 settembre 1986, che (al punto 1) ripercorre i diversi orientamenti emersi in merito alla fattispecie.

[185] Sul punto si rinvia agli ampi riferimenti contenuti in CONSOB, *Relazione 1983*, pp. 41-49. In particolare, per quanto attiene al profilo dell'informazione ritenuta rilevante ai fini della migliore tutela dei risparmiatori, la CONSOB precisa che (pp. 44 s.) «nel prospetto [...] deve essere contenuto tutto ciò che il suo destinatario dovrebbe poter conoscere per effettuare una opzione ragionata di investimento», con l'avvertenza che «una informazione massiccia ed anonima nella maggioranza dei casi e nella realtà dei fatti può equivalere a disinformazione»; in definitiva, avendo di mira l'investitore medio (per l'investitore professionale il prospetto è invece solo una delle fonti di conoscenza che concorrono a formare la sua opinione), il prospetto deve permettere, «attraverso la cognizione dei rischi e delle opportunità insiti nella forma di investimento illu-

È un'intensa fase di studio degli uffici della CONSOB, volta a razionalizzare la prassi sino ad allora seguita in materia.

Nel frattempo è approvata la dir. 89/298/CEE concernente il coordinamento delle condizioni di redazione, controllo e diffusione del prospetto per l'offerta pubblica di valori mobiliari. Lo schema di prospetto è modellato, nei suoi aspetti essenziali, su quello già previsto dalla dir. 80/390/CEE, concernente il prospetto di ammissione a quotazione. In ogni caso, ove il prospetto di sollecitazione sia compilato secondo la dir. 80/390/CEE e approvato dall'autorità di controllo di uno Stato membro, esso deve essere riconosciuto dagli altri Stati membri ove l'offerta venga effettuata simultaneamente o in tempi immediatamente successivi[186].

Resta, invece, ancora a livello di bozza preliminare il progetto di una disciplina europea delle OPA del maggio 1987, anche se con una risoluzione dell'11 febbraio 1988 il Parlamento europeo invita la Commissione CE a presentare rapidamente una proposta di direttiva in materia[187]. La bozza è presentata nel dicembre 1988[188]. La linea seguita dal Parlamento, dov'è in discussione un apposito d.d.l., diverge dalla proposta di direttiva, prevedendo l'OPA obbligatoria parziale e non già quella totalitaria e ciò al fine, condiviso dalla CONSOB, di non irrigidire il mercato della proprietà azionaria[189]. La disciplina dell'OPA

strata, l'esplicarsi delle possibilità di autotutela del pubblico attraverso la consapevolezza piena circa la scelta di impiego del proprio risparmio». Nella *Relazione* è poi illustrata (pp. 45 s.) la struttura del prospetto informativo comune agli schemi-tipo ufficiosi adottati dalla CONSOB (bando d'offerta, avvertenze, premessa, prospetto vero e proprio, appendici, modulistica contrattuale), e le forme di pubblicazione del documento (pp. 47 s.), tra cui il deposito di esso presso l'Archivio Prospetti della CONSOB, all'uopo istituito.

[186] CONSOB, *Relazione 1988*, pp. 9 s. e 161 s.

[187] CONSOB, *Relazione 1987*, p. 139.

[188] CONSOB, *Relazione 1988*, pp. 165 s. In sintesi essa prevede che: chiunque desideri ottenere una determinata percentuale in una società è obbligato a lanciare un'OPA se per effetto dei relativi acquisti sia superata la soglia di un terzo dei diritti di voto; l'OPA deve riguardare la totalità delle azioni della società; l'offerente deve informare il pubblico, le autorità di controllo e la società bersaglio dell'intenzione di lanciare un'OPA nonché pubblicare un documento d'offerta; l'organo amministrativo della società bersaglio deve ottenere l'autorizzazione dell'assemblea per qualsiasi operazione che esuli dall'ordinaria amministrazione e pubblicare un documento ove esprima il suo punto di vista sull'offerta.

[189] CONSOB, *Relazione 1990*, pp. 15 s., dove si legge, precisamente, che «un

rimarrà, in ogni caso, confinata ai soli profili di trasparenza dell'operazione[190] – configurata quale sollecitazione al disinve-

problema importante riguarda la scelta se l'OPA debba essere lanciata sulla totalità dei titoli presenti sul mercato o se sia possibile da parte dell'acquirente limitare la percentuale dei titoli che si obbliga ad acquistare. Si tratta di una scelta ricca di implicazioni sulla funzionalità del mercato mobiliare e sulla tutela dei diritti degli azionisti minori. Attualmente esiste una netta divergenza tra la proposta di direttiva CEE, pubblicata nella G.U.C.E del 29 settembre 1990, secondo la quale l'OPA deve essere totale in ogni caso, e il disegno di legge italiano, secondo il quale l'OPA per le società quotate deve riguardare almeno il 10% dei titoli. L'impostazione comunitaria appare soprattutto preoccupata di garantire una tutela completa di tutti gli azionisti, in quanto assicura a ognuno di essi la possibilità di poter cedere interamente il proprio pacchetto azionario in occasione di un'OPA. L'offerente deve perciò essere disposto ad acquistare la totalità dei titoli non già in suo possesso, anche se il suo obiettivo preferito e dichiarato può riguardare l'acquisizione di solo una parte degli stessi. Attualmente il disegno di legge italiano garantisce che lo scambio dei pacchetti di controllo avvenga sul mercato, con parità di trattamento degli azionisti, senza comportare però l'onere per l'offerente di dover acquistare la totalità dei titoli. A nostro avviso, in un mercato mobiliare come quello italiano, l'applicazione del principio della totalità dell'OPA rischierebbe di irrigidire il mercato della proprietà azionaria, ostacolando quei fenomeni di riorganizzazione e di aggregazione delle imprese che si potranno rendere necessari soprattutto in vista della prossima integrazione dei mercati europei. La legislazione sull'OPA dovrebbe d'altro canto stabilire norme precise sulle procedure di riparto al fine di garantire la trasparenza e la tutela dei piccoli azionisti».

[190] Cfr., in questa fase, tra gli altri, i contributi di G. Niccolini, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in «Riv. dir. civ.», II, 1974, p. 607; G. Castellano, *Le offerte pubbliche di acquisto: i problemi non risolti dalla legge di riforma*, «Giur. comm.», I, 1975, p. 5; S. Pescatore, *La struttura contrattuale delle offerte pubbliche di acquisto*, in «Riv. dir. comm.», I, 1975, p. 75; A. Astolfi, *Offerta pubblica di acquisto (OPA)*, in U. Carnevali (a cura di), *Diz. dir. priv. Irti*, II, *Diritto commerciale e industriale*, Milano 1981; S. Pescatore, *Offerta pubblica di acquisto di azioni e obbligazioni*, in *Nss.D.I.*, *Appendice*, V, Torino 1984, p. 377; A. Mignoli, *Riflessioni critiche sull'esperienza italiana dell'opa: idee, problemi, proposte*, in «Riv. soc.», I, 1986, p. 4; L. De Angelis, *L'informazione societaria nell'opa: prospettive di regolamentazione in Italia ed esperienze comparatistiche degli Stati membri della CEE*, in «Riv. soc.», I, 1987, p. 97; R. Weigmann, *Offerte pubbliche di acquisto*, in *Enc. giur.*, XXI, Roma 1990. Sulla circostanza che la disciplina sulle OPA non abbia in questo periodo una dignità autonoma, essendo piuttosto riconducibile alle disposizioni generali sulla sollecitazione del pubblico risparmio di cui agli artt. 1/18 ss., l. n. 216/1974, cfr. la comunicazione CONSOB n. B/85/1068 del 5 novembre 1985, in «Boll. bim. Consob», n. 6, 1985, p. 167; v. anche, sulla questione, M. Cera, *Offerte di acquisto o di vendita e sollecitazioni del pubblico risparmio*, in P. Auteri (a cura di), *Informazione e pubblicità nell'offerta al pubblico di valori mobiliari*, Milano 1991, p. 113; regole sul procedimento d'OPA, ma meramente deontologiche, sono contenute nel

stimento – fino all'entrata in vigore della l. n. 149/1992.

Il regolamento sulla sollecitazione, approvato nel 1989, fa tesoro dell'opera di sistematizzazione della prassi effettuata dagli uffici, recepisce le indicazioni del legislatore comunitario sul contenuto dei prospetti informativi, individua le categorie dei soggetti tenuti agli obblighi informativi, si sofferma su talune fattispecie tipiche meritevoli di una disciplina differenziata (offerte cc.dd. «continuative» di quote di fondi comuni di investimento mobiliare e di servizi di gestione di patrimoni mobiliari), enuclea le fattispecie escluse (offerte a investitori professionali, vendite all'incanto e coattive di valori mobiliari, offerte di pacchetti rappresentanti almeno una partecipazione di controllo da accettarsi da una sola persona) dalla nozione generale, precisa l'ambito di applicazione temporale dell'art. 1/18-*quater*, l. n. 216/1974 (finché risulti venuta meno l'intenzione di sollecitare o fino al termine dell'attività sollecitatoria) e del d.p.r. n. 136/1975 (per le sole offerte «continuative», fino alla chiusura dell'esercizio in cui risulti cessata l'attività di sollecitazione)[191].

Il *corpus* normativo risultante dal regolamento sulla sollecitazione del 1989 e da quello sulle vendite a domicilio del 1985 – che detta anche una prima disciplina dell'intermediario in tale attività – costituisce il quadro di riferimento della materia[192] fino

Codice di comportamento per le offerte pubbliche di acquisto di titoli del Comitato direttivo degli agenti di cambio della borsa valori di Milano, in «Riv. soc.», 1971, p. 1169; v., in proposito, P.G. Marchetti, *L'offerta pubblica di acquisto in Italia*, in «Riv. soc.», 1971, p. 1155.

[191] CONSOB, *Relazione 1989*, pp. 185 ss.

[192] La CONSOB prospetta invero una modifica del regolamento concernente le vendite a domicilio di valori mobiliari sulla quale cfr. CONSOB, *Relazione 1989*, pp. 189 s.; vi si legge che «pur in assenza di innovazioni legislative concernenti la specifica materia (le quali avrebbero potuto contribuire ad eliminare perplessità e dubbi interpretativi originati dal dettato dell'art. 1/18-*ter*; legge 7 giugno 1974, n. 216), si è ritenuto comunque opportuno stilare la bozza di un nuovo Regolamento, con il precipuo intento di: definire con maggiore puntualità le modalità di esercizio del diritto di recesso previsto dal secondo comma del citato art. 1/18-*ter*; ristrutturare il sistema sanzionatorio nel suo complesso, rendendolo, da un lato, più articolato e definendo, dall'altro, in modo più puntuale le singole fattispecie sanzionatorie. Ulteriori interventi sono stati finalizzati per stabilire rigidi requisiti patrimoniali in capo alle società che operano nel settore al fine di approntare idonei elementi di salvaguardia del mercato; conferire maggiore incisività alle disposizioni regolamentari spe-

all’entrata in vigore della c.d. «legge sulle SIM» (la n. 1/1991).

Non contempla, invece, tale quadro normativo, una disciplina *ad hoc* degli annunci pubblicitari relativi a valori mobiliari, che vedrà la luce, come vedremo, solo con il d.lgs. n. 85/1992. Nel frattempo, la dottrina si sforza di inquadrare il fenomeno nell’ambito dei poteri già attribuiti alla CONSOB dall’art. 1/18 della l. n. 216/1974 (laddove fa riferimento ai «modi diversi da quelli [...] determinati» dalla Commissione «in cui l’offerta deve essere resa pubblica») o dall’art. 1/3 della stessa legge, richiamato dall’art. 1/18-*quater* (ove attribuisce alla CONSOB il potere, tra l’altro, di richiedere che siano pubblicati dati e notizie necessari per l’informazione del pubblico)[193].

3. *La l. n. 281/1985: l’autonomia della CONSOB e il riconoscimento della personalità giuridica*

3.1. *L’indagine conoscitiva della Camera dei deputati sulla CONSOB*

La legge sui fondi amplia, come visto, considerevolmente le competenze della CONSOB, senza prevedere, tuttavia, alcun

cificamente approntate a tutela degli investitori nell’intento di rendere meno agevole ogni possibile comportamento irregolare o scorretto nello svolgimento dell’attività di sollecitazione autorizzata; razionalizzare il flusso informativo e documentale di cui è destinataria la Commissione; rendere più puntuale la disciplina del procedimento autorizzatorio; razionalizzare le prescrizioni concernenti le modalità di svolgimento dell’attività autorizzata». E tuttavia, come poi riferito nella *Relazione 1990*, p. 22, «le modifiche introdotte per iniziativa della Commissione finanze della Camera nel testo legislativo concernente le società d’intermediazione mobiliare hanno suggerito alla CONSOB di abbandonare un programma di lavori pur ormai avviato alle sue fasi conclusive, con la definizione di una bozza di Regolamento completa in tutte le sue parti. Infatti gli orientamenti legislativi si sono manifestati nel senso di prevedere l’inserimento della sollecitazione del pubblico risparmio fuori sede tra le attività di intermediazione mobiliare riservate alle SIM e quindi l’assoggettamento anche delle società esercenti reti di vendita a domicilio alla disciplina generale, legislativa e regolamentare, prescritta per tali società».

[193] Su tali questioni, cfr. i contributi pubblicati nel volume Auteri (a cura di), *Informazione e pubblicità* cit.

periodo di *vacatio*; soprattutto, resta acuta la carenza di personale. A seguito della vicenda «Europrogramme/Bagnasco», la CONSOB cade in una grave crisi: il presidente Milazzo si dimette. La Camera dei deputati inizia un'indagine conoscitiva[194].

L'indagine rassegna conclusioni di rilievo sulla crisi della CONSOB e della finanza in Italia. Nella relazione conclusiva si legge:

> la crisi della finanza pubblica e quella delle grandi imprese, e in particolare delle imprese pubbliche, determinano posizioni debitorie abnormi per entità; per farvi fronte, le politiche finanziaria e fiscale orientano il risparmio delle famiglie verso i titoli pubblici e verso l'intermediazione bancaria. Ne discende il carattere residuale e marginale del mercato mobiliare, e la sua sostanziale ingovernabilità ad opera della Consob [...]. Pre-condizioni per il rilancio della Consob sono quindi taluni interventi al livello dell'economia reale e del mercato finanziario [...][195].

Con specifico riferimento ai singoli ambiti di operatività della CONSOB, l'indagine rileva che la potestà di quest'ultima «di disporre la pubblicazione di dati e notizie non può trovare un limite invalicabile nel possibile pregiudizio della società [...]. La potestà della Consob va allargata, attribuendo la debita rilevanza all'interesse del pubblico alla conoscenza dei fatti e delle circostanze essenziali»[196]. In materia di revisione e certificazione dei bilanci viene deplorata l'entrata in vigore della disciplina «a ben nove anni dall'emanazione della legge» e raccomandata, tra l'altro, «la restituzione del potere di impugnativa» dei bilanci certificati agli azionisti minoritari[197]. Inadeguata, inoltre, l'azione CONSOB in materia di offerta al pubblico di valori mobiliari (come attestato dallo «sbandamento interpretativo» sul caso Europrogramme/Bagnasco) e di borse-valori (mancata adozione del regolamento di ammissione a quotazione)[198]. Della disci-

[194] Le conclusioni e gli atti dell'indagine conoscitiva sono riportati in Banco di Napoli, «Rassegna economica», n. 4, luglio-agosto 1984.

[195] Ivi, pp. 795 s.

[196] Ivi, p. 796.

[197] *Ibid.*

[198] Ivi, pp. 797 ss.

plina delle borse valori si lamenta anche l'assenza di un obbligo di concentrazione in borsa delle negoziazioni[199]. Il documento si chiude con talune raccomandazioni circa la struttura e il funzionamento della CONSOB:

> l'autonomia della Consob deve essere piena [...]. La legge deve prevedere una più precisa capacità di auto-regolamentazione, i regolamenti di organizzazione della Consob debbono essere sottratti a ogni controllo che non sia di mera legittimità, l'efficacia degli atti e dei regolamenti Consob non deve essere subordinata a provvedimenti del Governo [...] le nomine dei componenti la Consob devono essere sottoposte al parere del Parlamento [...][200].

3.2. *La l. n. 281/1985 e l'autonomia della CONSOB*

La l. n. 281/1985 elimina l'ingerenza del governo nel funzionamento della Commissione e ciò in linea con le conclusioni della suddetta indagine conoscitiva.

Concorrono a tale mutamento di approccio rispetto alla l. n. 216/1974 anche gli studi dell'epoca sulle strutture organizzative della pubblica amministrazione e in particolare i risultati della Commissione per la modernizzazione delle istituzioni presieduta da Piga (18 giugno 1985) che enuclea la categoria delle «amministrazioni indipendenti ad alto tasso d'imparzialità»[201], cioè di soggetti di diritto pubblico «che si separano dal quadro tradizionale per gestire, nell'ambito di sistemi specialistici, determinate competenze con piena indipendenza, entro i limiti stabiliti dalla legge e subordinatamente soltanto alla legge medesima»[202].

L'art. 1 della l. n. 281/1985 modifica l'art. 1 della l. n. 216/1974, prevedendo che la CONSOB «ha personalità giuridica di diritto pubblico e piena autonomia nei limiti consentiti dalla legge». Si apre un dibattito dottrinale circa la natura del neonato ente, che riprende, in parte, taluni spunti già emersi in dottrina a seguito

[199] Ivi, pp. 798 s.
[200] Ivi, p. 799.
[201] Carbonetti, *Commissione nazionale* cit., p. 2.
[202] Piga, Segni, *Società e borsa* cit., p. 1134.

della legge istitutiva del 1974. Il panorama delle posizioni espresse è ora, tuttavia, più variegato. Stabilita per legge la personalità giuridica di diritto pubblico, si propende per la sua inclusione, di volta in volta, tra gli enti preposti a un ordinamento sezionale[203] o tra gli enti reggenti di settore[204] o, ancora, per la sua qualificazione quale magistratura economica, per sottolineare «la funzione di controllo attivo e imparziale sul mercato finanziario e la sottoposizione dell'ente alla sola legge»[205].

La CONSOB si consolida comunque come istituzione.

È approvato il regolamento del personale (delibera CONSOB del 16 ottobre 1985, resa esecutiva con decreto del 22 ottobre), anche grazie alla semplificazione del relativo iter procedimentale: il controllo del presidente del Consiglio dei ministri non è più senza limiti e perciò esteso anche al merito, come nel vigore del previgente testo dell'art. 1 della l. n. 216/1974, ma limi-

[203] A. Predieri, *La posizione della Consob nell'apparato amministrativo*, in Flick (a cura di), *Consob. L'istituzione* cit., pp. 193 ss. L'autore precisa, invero, che la nozione di ordinamento sezionale da lui accolta differisce da quella coniata da Giannini con riferimento alla legge bancaria. In sostanza egli non intende riferirsi a poteri di supremazia speciale della Consob sui soggetti vigilati, ma semplicemente a una «disciplina di attività imprenditoriale omogenea o comunque economica, anche professionale, di una pluralità di soggetti [...] che possono essere esercitate solo da chi sia ammesso a farlo dai pubblici poteri competenti [...] e sino a quando il soggetto ammesso conservi questa sua ammissione». Tale nozione di ordinamento sezionale, precisa l'autore, si attaglia alla borsa e al mercato ristretto, ma non alla materia dell'informazione societaria, la quale «non investe soggetti per cui l'ammissione a quell'ordinamento costituisce condizione per il legittimo esercizio di un'attività, ma si esercita nei confronti di soggetti disparati».

[204] M.S. Giannini, *Consob*, in Flick (a cura di), *Consob. L'istituzione* cit., pp. 53 ss. L'autore esclude innanzitutto la tesi dell'ente preposta a un ordinamento sezionale, «perché non è che la Consob detti norme aventi efficacia unicamente nei confronti delle borse, delle società con azioni quotate in borsa, delle società che agiscono sotto il di lei controllo; le proposizioni precettive della Consob hanno efficacia esterna, il giudice le deve applicare, perché definiscono e qualificano comportamenti di soggetti assoggettati alle potestà normative della Consob medesima». Per poi concludere che, invece, «la Consob è, sostanzialmente, un ente pubblico reggente di settore», in quanto «la legge le affida non solamente poteri normativi, ma anche poteri gestionali del settore», che presenta delle atipie da ravvisarsi in particolare nell'ampiezza dei poteri normativi ad essa conferiti.

[205] Piga, Segni, *Società e borsa* cit., p. 1134.

tato ora alla sola legittimità; segue l'approvazione di un nuovo regolamento sull'organizzazione e il funzionamento (delibera CONSOB del 3 settembre 1986, resa esecutiva con decreto dell'8 ottobre) e di un nuovo regolamento sull'amministrazione e la contabilità (delibera CONSOB 22 aprile 1987, resa esecutiva con decreto del 16 maggio). In particolare nel nuovo regolamento sull'organizzazione e il funzionamento è introdotta la figura della delibera interpretativa, «con cui la Commissione può rendere noti i canoni interpretativi che la stessa assume nell'applicazione di norme giuridiche, con ciò svolgendo una funzione di indirizzo»[206].

Un ulteriore testo del regolamento del personale viene approvato con delibera CONSOB del 24 giugno 1987 e reso esecutivo con decreto del 20 luglio. Allo scopo di risolvere le difficoltà dovute all'esiguità della pianta organica la l. del 23 giugno 1988, n. 230, aumenta i posti ivi previsti e il numero del personale che la CONSOB ha facoltà di assumere con contratto a tempo determinato.

4. *Le modifiche alla disciplina delle borse*

Il completamento della disciplina dei mercati regolamentati conosce, innanzitutto, tre tappe importanti con: *a)* l'adozione del regolamento CONSOB per l'ammissione in borsa dei titoli azionari e obbligazionari (delibera n. 1622 del 19 dicembre 1984), poi sostituito dal regolamento approvato con delibera n. 4088 del 24 maggio 1989; *b)* la citata legge sulla Monte Titoli s.p.a. del 19 giugno 1986; *c)* l'istituzione, in aggiunta alla borsa e al mercato ristretto, del mercato secondario dei titoli di Stato (MTS), avvenuta con il ricordato decreto del ministro del Tesoro dell'8 febbraio 1988.

[206] CONSOB, *Relazione 1986*, p. 22.

4.1. *Il regolamento per l'ammissione dei titoli a quotazione*

Il regolamento del 1984 per l'ammissione a quotazione[207], finalmente adottato anche a seguito delle censure al riguardo contenute nell'indagine conoscitiva della Camera, anticipa, in parte, il recepimento, poi avvenuto con l'art. 20 della l. n. 281/1985, che modifica l'art. 8, d.p.r. n. 138/1975, delle direttive comunitarie 79/279/CEE e 80/390/CEE, sul coordinamento delle condizioni per l'ammissione a quotazione e di redazione, controllo e diffusione del relativo prospetto informativo.

Il regolamento consta di due parti, una relativa alle condizioni e l'altra alla procedura per l'ammissione. Tra le condizioni sono distinte quelle afferenti gli emittenti – dimensioni patrimoniali, redditività, certificazione dei bilanci – da quelle concernenti i titoli – libera trasferibilità e sufficiente diffusione. La sufficiente diffusione può essere realizzata anche tramite una nuova fattispecie di sollecitazione: l'offerta pubblica in borsa[208]. Le condizioni di ammissione sono configurate nella relazione annessa al regolamento anche quali condizioni di permanenza a quotazione[209].

[207] Sul regolamento per l'ammissione dei titoli alla quotazione di borsa, cfr. P. Jovenitti, *Il regolamento per l'ammissione dei titoli azionari ed obbligazionari alla quotazione ufficiale nelle borse valori*, in «Riv. soc.», 1985, pp. 737 ss.; C. Coltro Campi, *Alcune postille sul regolamento per l'ammissione dei titoli alla quotazione di borsa anche alla luce della legge 4 giugno 1985, n. 281*, in «Riv. soc.», 1985, pp. 522 ss. Più in generale sull'ammissione a quotazione, cfr. D. Buonomo, *Borsa valori e mercato ristretto: le condizioni di ammissione*, in «Banca borsa», I, 1985, pp. 365 ss. Una descrizione degli sviluppi della disciplina dell'ammissione a quotazione dalla legge sulle borse del 1913 al regolamento attuativo dell'art. 8, d.p.r. n. 138/1975, è riportata da A. Rosati, *L'ammissione alla quotazione ufficiale di borsa*, Milano 1995.

[208] CONSOB, *Relazione 1984*, p. 26.

[209] Su tale questione, cfr. le osservazioni critiche contenute nella circolare Assonime n. 28 del 15 febbraio 1985, punto 8, ove si sottolinea come tale equiparazione, che ha quale conseguenza automatica la revoca dalla quotazione nel caso del venir meno di requisiti per l'ammissione alla stessa, mal si concili con la discrezionalità del potere di sospensione e revoca e con la *ratio* a esso sottostante, e non presente in sede di esercizio del potere di ammissione, di contemperare l'interesse del mercato con quello del pubblico dei risparmiatori a preservare la liquidabilità dell'investimento effettuato. In tale ottica, l'esclusione del titolo dal mercato, lungi dal costituire una conseguenza automatica del venir meno dei requisiti d'ammissione, può essere invece disposta solo quando risulti certo,

Tra gli adempimenti procedurali si segnala la pubblicazione del prospetto informativo prima che inizino le negoziazioni sui titoli ammessi a quotazione.

In attuazione dell'art. 20 della l. n. 281/1985 è, però, subito adottato un nuovo regolamento sull'ammissione dei titoli alla quotazione ufficiale, che completa, così, il recepimento delle richiamate direttive comunitarie[210]. Il regolamento è poi modifica-

in base a una valutazione caso per caso, che la prima esigenza sia effettivamente prevalente e inconciliabile rispetto alla seconda.

[210] Queste le innovazioni introdotte dal nuovo regolamento: «l'ambito di applicazione viene esteso ai titoli rappresentativi di quote di capitale emessi da enti esercenti l'attività bancaria, ai buoni di acquisto o di sottoscrizione di titoli (es. *warrants*) ed alle azioni di risparmio; il requisito della redditività viene posto in relazione con i risultati della gestione ordinaria degli emittenti e con la situazione economica consolidata del gruppo di appartenenza; viene richiesto che la redditività abbia carattere di autonomia, intesa come indipendenza del reddito conseguito dal gruppo di appartenenza, con la conseguenza che non possono accedere alla quotazione quegli emittenti che presentano una redditività priva di autonomia; si presume venga meno il carattere di autonomia della redditività, altresì, per quegli emittenti il cui reddito dipenda prevalentemente dai risultati economici di una partecipazione in società già quotata (c.d. "scatole cinesi"); vengono indicate le condizioni applicabili ai titoli esteri ed ai loro emittenti; viene disciplinata l'ammissione d'ufficio e vengono dettate le condizioni di ammissione per le azioni di risparmio; viene, infine, prevista una forma minimale di normativa per la revoca e la sospensione dei titoli dalla quotazione». In particolare con riferimento alla sospensione e revoca dei titoli della quotazione di borsa, sono stati fissati i criteri generali circa le situazioni che possono rappresentare fattispecie rilevanti ai fini della tutela del pubblico risparmio, individuate nelle seguenti: «1) cessione da parte della società emittente del ramo di attività prevalente con riferimento alla effettiva situazione operativa; 2) assoggettamento della società emittente a procedure concorsuali; 3) il venir meno anche di una sola delle condizioni di ammissione previste del Regolamento per l'ammissione di titoli alla quotazione ufficiale di borsa; 4) diffusione o mancata diffusione di notizie che possono incidere sul regolare andamento del mercato del titolo», CONSOB, *Relazione 1989*, pp. 143 s.

Viene, peraltro, rimarcato che – ivi, pp. 33 s. – «la tipizzazione delle fattispecie in cui si rendono applicabili i due istituti è pressoché inattuabile in quanto la materia, per la eterogeneità dei casi da isolare, non si presta ad essere disciplinata da criteri rigidi. Pertanto non è possibile andare al di là di prescrizioni di carattere generale, riservando la valutazione delle specifiche situazioni alla discrezionalità tecnica della CONSOB, che, in linea con le esigenze di trasparenza interna, promuove e conduce l'attività istruttoria secondo un preciso iter procedimentale, portato a conoscenza del mercato. I titoli entrano nelle borse valori quando sono presenti tutte le condizioni volute dall'ordinamento, ma non ne sono automaticamente espulsi quando qualcuno di tali requisiti si

to nel 1990 dalla delibera n. 4350 del 28 febbraio e dalla delibera n. 5208 del 20 febbraio 1991[211].

4.2. *I servizi di mercato, la Monte Titoli s.p.a. e gli interventi della CONSOB sulle contrattazioni e sui sistemi di negoziazione*

Migliorano intanto i servizi di supporto del mercato. Il Ceb, la cui denominazione nel 1985 muta in Ced Borsa, si dota di strumenti tecnologici sempre più avanzati. Nel corso degli anni Ottanta le banche entrano nel capitale della società.

Soprattutto, nel 1986 diventa operativa la Monte Titoli s.p.a. e viene delineata l'organizzazione del servizio di gestione accentrata dei titoli[212]; la finalità è quella di evitare il materiale trasfe-

deteriora, essendo ciò connaturato all'investimento di rischio compiuto da chi acquista un titolo quotato. Ne consegue che sarebbe eccessivo ritenere i requisiti di permanenza coincidenti con quelli di ammissione. In linea orientativa si può sottolineare che la sospensione quando è disposta per brevi periodi di tempo, assolve una funzione cautelare in presenza di anomalie nella dinamica dei prezzi, che fanno supporre l'esistenza di circostanze che possono costituire un grave pericolo per il mercato e che richiedono tempestivi accertamenti: la sospensione, inoltre, ben si adatta ai casi in cui elementi essenziali per la permanenza dei titoli in quotazione sono venuti meno, ma la situazione appare reversibile in tempi ragionevolmente brevi. L'accertata irreversibilità di tale situazione deve portare, invece, alla definitiva cancellazione dal listino».

Sui poteri CONSOB di sospensione e revoca dalla quotazione e sulla linea di confine con quelli attribuiti al ministro del Tesoro, cfr. CONSOB, *Relazione 1990*, ove la precisazione (p. 1261) che «la ripartizione di competenze tra la CONSOB ed il Ministero del tesoro per l'adozione del provvedimento di sospensione delle contrattazioni di borsa si caratterizza in virtù di un criterio teleologico-funzionale: 1) competenza della CONSOB quando la finalità del provvedimento è quella di assicurare la regolarità delle negoziazioni di borsa; 2) competenza del Ministero del tesoro quando il provvedimento si ricollega a finalità, più generali, di politica economica riguardanti l'intero mercato dei valori mobiliari».

[211] La modifica del 1990 riguarda l'organo competente a richiedere l'ammissione a quotazione, che viene individuato nel consiglio di amministrazione, anziché nell'assemblea: cfr. CONSOB, *Relazione 1990*, p. 126. La modifica del 1991 consente di utilizzare il prospetto redatto in occasione dell'offerta al pubblico per la creazione del flottante per la stessa ammissione a quotazione: cfr. CONSOB, *Relazione 1991*, pp. 105 s.

[212] Costituita nel 1978 su iniziativa della Banca d'Italia, di alcune aziende di credito e di taluni organismi professionali, la Monte Titoli s.p.a. inizia a operare nel 1981, quale società fiduciaria deputata alla gestione di un sistema di

rimento dei titoli, sostituendo a esso una registrazione contabile presso i conti dei depositari e sub-depositari aderenti al sistema.

Un ulteriore segno di evoluzione tecnologica è, nel 1985, la sostituzione del tabellone meccanico con un tabellone elettroni-

custodia e di amministrazione accentrata di valori mobiliari, diretto a limitare, negli intendimenti dei promotori, gli inconvenienti connessi alla circolazione cartacea dei titoli. L'esplicazione di tale servizio, mediante l'intestazione fiduciaria dei valori mobiliari in capo a Monte Titoli, comporta l'assoggettamento della società agli obblighi di comunicazione alla CONSOB e alla Banca d'Italia previsti, rispettivamente, dall'art. 5 della l. n. 216/1974 nel testo modificato dalla l. n. 281/1985 e dall'art. 9 di quest'ultima. Dall'adempimento di tali obblighi la Monte Titoli è, tuttavia, esentata con vari decreti e da ultimo dall'art. 18 della legge 19 giugno 1986, n. 289. La l. n. 289/1986 priva la Monte Titoli s.p.a. della veste di società fiduciaria e le conferisce funzioni e attribuzioni di subdepositaria dei titoli immessi in gestione accentrata. In luogo di un negozio fiduciario è posto a fondamento del sistema un articolato rapporto di deposito (regolare e alla rinfusa) tra il cliente (depositante), l'intermediario (depositario) e Monte Titoli (subdepositario). L'adesione al sistema conserva il suo originario carattere volontario. Privata della veste di società fiduciaria, e per ciò stesso sottratta ai controlli previsti dalla l. n. 1966/1939 (*Disciplina delle società fiduciarie e di revisione*) la Monte Titoli, pur conservando la natura di soggetto privato, è sottoposta dalla citata legge n. 289 a poteri di natura pubblicistica della CONSOB, della Banca d'Italia e del ministro del Tesoro. Nell'esercizio delle potestà a essa conferite dall'art. 10 della l. n. 289, con delibera n. 2376 del 3 settembre 1986, la CONSOB, d'intesa con la Banca d'Italia, approva il nuovo statuto della Monte Titoli. Con delibera n. 2723 del 18 febbraio 1987, la CONSOB medesima adotta un primo regolamento contenente norme di attuazione della legge n. 289 e, in pari data, con delibera n. 2714, approva il regolamento dei servizi e delle condizioni contrattuali adottato da Monte Titoli. Il regolamento di attuazione della legge: individua (art. 1) le categorie di valori mobiliari ammessi al subdeposito presso Monte Titoli e riserva alla CONSOB, d'intesa con la Banca d'Italia e sentita la Monte Titoli o su proposta della stessa, la facoltà di ammettere al subdeposito anche altri valori mobiliari non quotati, di larga diffusione; subordina (sempre all'art. 1) ad apposito provvedimento della CONSOB, da adottarsi d'intesa con la Banca d'Italia, l'accentramento presso la Monte Titoli di titoli soggetti a clausola di gradimento o di prelazione o a divieto di trasferimento per girata ovvero a limiti quantitativi di partecipazione; determina (art. 4) le categorie di soggetti ammessi a operare con la Monte Titoli (oltre alle banche e agli agenti di cambio, le società e gli enti, «limitatamente ai valori mobiliari di propria emissione o emessi da società controllate per partecipazione azionaria»). Sui problemi emersi a seguito dell'approvazione della l. n. 286/1986, cfr. CONSOB, *Relazione 1986*, pp. 48-53 e, in dottrina, R. Lener, *La «dematerializzazione» dei titoli azionari e il sistema Monte Titoli*, Milano 1989. Sulla disciplina secondaria della Monte Titoli s.p.a., cfr. CONSOB, *Relazione 1987*, pp. 64 ss.

co. È grazie a queste due strutture che si pongono le basi per la successiva telematizzazione degli scambi[213] e la dematerializzazione dei titoli.

La disciplina delle borse riguarda poi anche, in questo periodo: il mercato ristretto[214]; le garanzie contrattuali ex delibera n. 929/1981 e le operazioni a premio[215]; il sistema dell'asta continua introdotto, per determinate categorie di titoli, in sostituzione dell'asta a chiamata (comunicazione CONSOB n. 85/14123 del 7 agosto 1985)[216]; i gruppi di intervento (comunicazioni

[213] Sui lavori per la realizzazione del sistema telematico di borsa, pregiudiziale all'instaurazione del sistema di negoziazione continua, cfr. CONSOB, *Relazione 1988*, pp. 96 ss., *Relazione 1989*, pp. 150 s. e *Relazione 1990*, pp. 137 s.

[214] Sulla necessità di riformare la disciplina secondaria del mercato ristretto, cfr. CONSOB, *Relazione 1986*, pp. 13 s. e 39-43. Tra i problemi evidenziati particolare rilievo acquista la circolazione dei titoli delle popolari che costituiscono la parte preponderante del listino. La disciplina del mercato ristretto è quindi modificata dapprima con le delibere CONSOB nn. 2725 e 2726 del 1987, sulle quali cfr. CONSOB, *Relazione 1987*, pp. 45 ss., e quindi con delibera n. 4808 del 24 luglio 1990. Sulle modifiche apportate al regolamento del mercato ristretto dalla delibera n. 2808 del 1990 e sui provvedimenti di esso attuativi, successivi alle modifiche, cfr. CONSOB, *Relazione 1990*, pp. 23 e 126 ss.

[215] Sulla necessità di predisporre un testo unitario delle disposizioni concernenti il regime delle garanzie contrattuali previste dalla delibera n. 929/1981 e dalle successive modificazioni e integrazioni, cfr. CONSOB, *Relazione 1986*, p. 53. Sulla disciplina delle operazioni a premio dispongono le delibere CONSOB nn. 2077/1986 e 2265/1986, per le quali cfr. *ibid*. L'intera disciplina è stata quindi modificata con la delibera n. 4764 del 10 luglio 1990, sulla quale cfr. CONSOB, *Relazione 1990*, pp. 138 s. Sulle modalità di costituzione dei depositi in contanti a garanzia dei contratti a termine interviene poi la delibera CONSOB n. 5297 del 16 maggio 1991: CONSOB, *Relazione 1991*, pp. 56 e 122.

[216] Con comunicazione n. 85/14123 del 7 agosto 1985 (in CONSOB, «Bollettino bimestrale», n. 4-5, 1985, pp. 138 ss.) si prevede la negoziazione di alcuni titoli azionari con il sistema dell'asta continua. Ogni agente di cambio può inserire su apposito circuito telematico le proposte di acquisto e di vendita, dandone tempestiva notizia al Sistema informativo delle borse (SIB). Quest'ultimo, oltre a realizzare il circuito proposte, diffonde immediatamente una serie di informazioni relative a ciascuna negoziazione. Un archivio elettronico riporta inoltre per ciascuna borsa e per ogni titolo l'elenco delle negoziazioni eseguite sia alle grida sia mediante il circuito proposte, con l'indicazione dei relativi prezzi. Sui limiti dell'asta a chiamata e sui vantaggi della negoziazione continua, cfr. CONSOB, *Relazione 1985*, pp. 92-95. Si rileva in particolare, cfr. p. 93, che il sistema dell'asta a chiamata, «perfettamente funzionale in presenza di un numero limitato di scambi, in un mercato di più ampie dimensioni ha il difetto di comprimere le contrattazioni in un ridotto arco di tempo della seduta di borsa,

CONSOB n. 85/02426 del 2 gennaio 1985 e n. 85/02965 del 22 febbraio 1985, sostituite dalla comunicazione n. B/87/01167 del 27 gennaio 1987)[217]; i buoni di cassa (delibera CONSOB n. 3388 del 12 aprile 1988)[218].

di rendere conseguentemente poco elastico il processo di formazione dei prezzi perché condizionato dalla sola quantità di domanda e di offerta presente in un determinato istante di borsa, di favorire quindi una certa volatilità dei corsi per l'impossibilità di un confronto costante e prolungato fra tutte le componenti del mercato. Ma soprattutto presenta l'inconveniente di portare alla definizione di un unico prezzo ufficiale, il quale favorisce lo sviluppo di mercati fuori borsa, che proprio dall'applicazione di quel prezzo ufficiale alle contrattazioni in essi realizzate traggono legittimazione presso il pubblico dei risparmiatori». Di contro, «le conseguenze sopra richiamate non si determinano [...] con il sistema della contrattazione continua a cui si riconosce il pregio di produrre una maggiore trasparenza delle quotazioni e di facilitare, per la più ampia e prolungata possibilità di accedere a effettive contrattazioni di borsa, una maggiore concentrazione delle operazioni sul mercato ufficiale». La contrattazione continua sul sistema telematico delle borse valori italiane prende l'avvio il 25 novembre 1991: CONSOB, *Relazione 1991*, pp. 59 ss. e 112 ss.

[217] La CONSOB attribuisce ai gruppi di intervento (istituiti presso le borse di Genova, Milano, Roma, Napoli e Torino e costituiti dal presidente del Comitato direttivo e dal commissario di borsa) il compito di intervenire nell'accertamento dei prezzi del durante, con facoltà di disporre il rinvio della contrattazione a partire da differenze intorno al 10% e con l'obbligo di disporla per spostamenti del 20% o più sul prezzo di listino della precedente seduta. Il rinvio disposto dal gruppo di intervento nella fase del durante prima della chiamata del listino sospende, con effetto immediato, le contrattazioni sul titolo oggetto del provvedimento fino alla chiamata dello stesso al termine dell'intero listino. Quando il provvedimento di sospensione intervenga nella fase del durante dopo la chiamata al listino del titolo, la sospensione opera fino alla seduta successiva, salvo diverso provvedimento della CONSOB. L'eventuale ulteriore provvedimento di rinvio, adottato dal gruppo di intervento nella seduta successiva, dà luogo alla sospensione della chiamata del titolo al listino presso tutte le borse fino a che la CONSOB non abbia deliberato in merito. Resta salvo il potere della CONSOB di adottare disposizioni particolari, anche in deroga alla normativa così delineata, in relazione alla situazione generale del mercato. L'entità delle variazioni di prezzo in base alle quali il gruppo di intervento ha la facoltà o l'obbligo di disporre il rinvio della chiamata dei titoli viene ridotto rispettivamente dal 10% al 5% e dal 20% al 10% con comunicazione CONSOB BOR/RM/91000245 del 17 gennaio 1991 (CONSOB, *Relazione 1991*, p. 54).

[218] Per disincentivare la prassi del ricorso ai buoni di cassa la Banca d'Italia istituisce, con circolare n. 15723 del 30 aprile 1986, un deposito infruttifero a fronte di richieste di assegnazioni; su tale disciplina, cfr. la circolare Assonime n. 76 del 9 giugno 1986. Con la delibera n. 3388 del 12 aprile 1988 la CONSOB impone quindi, ex art. 3, lett. *g*, l. n. 216/1974, agli intermediari che operano

Si discute, sempre nel corso del 1988, presso gli uffici della CONSOB dell'istituzione di un mercato dei *futures* e dell'organizzazione di procedure di garanzia e liquidazione dei relativi contratti, prospettando, a tal fine, la creazione di una struttura diversa dalle stanze di compensazione che divenga, novità all'epoca assoluta nell'ordinamento italiano, controparte a tutti gli effetti del compratore e del venditore[219].

4.3. *Il mercato secondario dei titoli di Stato; le discussioni sul rango della fonte istitutiva*

Ai mercati tradizionali si affianca l'MTS, e cioè il mercato secondario dei titoli di Stato. L'istituzione e la vigilanza sul medesimo sono ispirate, fin dall'inizio, a finalità diverse da quelle che caratterizzano gli altri mercati e cioè la borsa e il mercato ristretto. Si tratta, infatti, di un mercato su cui la banca centrale persegue i suoi obiettivi di politica monetaria, attraverso operazioni di vendita e di acquisto di titoli di Stato[220].

Si pone subito il problema della natura dell'intervento di regolazione[221], cui non sembra possa provvedere direttamente l'autorità amministrativa. E ciò in quanto la legge del 1913 riser-

in borsa e a quelli che svolgono fuori borsa attività di intermediazione su titoli quotati di dichiarare ad essa le consistenze dei buoni di cassa da essi emessi e accettati. Si ricorda che per l'art. 64 del regolamento della stanza di compensazione della Borsa di Milano «l'associato che eventualmente si trovasse nell'impossibilità momentanea di consegnare in tutto o in parte i titoli dovuti in liquidazione, potrà in via eccezionale – ove la stanza lo autorizzi – emettere e consegnare buoni cassa purché portino il visto dell'associato che la stanza indicherà di volta in volta secondo le risultanze dell'assegnazione fatta dei titoli». Sulla rilevazione delle consistenze dei buoni di cassa, cfr. CONSOB, *Relazione 1988*, pp. 84 s.

[219] Ivi, pp. 38 ss.

[220] Cfr., per tutti, Costi, *Il mercato mobiliare* cit., p. 30, laddove chiarisce che «la stabilità, la trasparenza e l'efficienza del mercato secondario dei titoli pubblici sono [...] indispensabili per consentire al Tesoro e alla banca centrale di perseguire i propri obiettivi di politica finanziaria a monetaria. In realtà, il mercato secondario dei titoli di Stato» è «all'epoca tutt'altro che trasparente, essendo nella sostanza monopolizzato dal sistema bancario, senza alcuna regolamentazione delle negoziazioni e della rilevazione dei prezzi».

[221] Cfr. V. Mezzacapo, *Il mercato secondario organizzato dei titoli emessi o garantiti dallo Stato*, in Banca d'Italia, «Quad. ric. giur.», n. 18, Roma 1988.

va alle sole borse valori il monopolio delle negoziazioni e la rilevazione dei relativi prezzi. Lo si desume, tra l'altro, dalla necessità di una legge *ad hoc* (la n. 49/1977) già per l'istituzione del mercato ristretto e la formazione dei relativi listini.

Nonostante i dubbi di legittimità sollevati da più parti, con il d.p.r. 29 dicembre 1987, n. 556, e cioè con regolamento governativo, si consente per il mercato dei titoli di Stato la deroga al divieto di formazione di listini di prezzi di titoli che non siano quelli ufficiali di borsa (previsto dall'art. 1 del r.d. n. 1068/1913)[222].

Il d.p.r. n. 556/1987 prevede l'esclusione del mercato dei titoli di Stato dal divieto di formazione di listini paralleli – consentendone sostanzialmente la nascita ufficiale – ma ne demanda la disciplina concreta a un decreto del ministro del Tesoro. La deroga all'art. 1, r.d. n. 1068/1913, infatti, è consentita per quelle «negoziazioni dei titoli emessi o garantiti dallo Stato effettuate in forme organizzate e con rilevazione e pubblicazione dei relativi prezzi da operatori finanziari, nei casi e secondo modalità che saranno stabilite con decreto del Ministro del tesoro».

Il decreto ministeriale avrebbe dovuto prevedere l'ammissione di un numero piuttosto ampio di operatori, sì da garantire un'effettiva concorrenza. Viene, così, emanato il d.m. 8 febbraio 1988, con cui l'MTS è configurato quale mercato all'ingrosso riservato a operatori qualificati[223].

L'organizzazione e il funzionamento del mercato sono rimessi ad apposita convenzione tra gli operatori. In ciò si coglie, nell'ambito di una disciplina delle borse ancora rigidamente pubblicistica, un primo «embrione» di quella privatizzazione che sarà realizzata solo con il d.lgs. n. 415/1996.

[222] Ciò a seguito di un parere reso dall'Adunanza generale del Consiglio di Stato del 17 dicembre 1987, che, nel presupposto della natura regolamentare della norma che impone il divieto di formare listini al di fuori delle borse valori (art. 1, r.d. n. 1068/1913), ritiene «opportuno, anziché lasciare al decreto ministeriale l'intera regolamentazione di un fenomeno così importante e di tali effetti sulla politica economica come il mercato secondario dei titoli di Stato, fissarne le caratteristiche essenziali già nel regolamento governativo».

[223] Sulle proposte per l'istituzione di un mercato all'ingrosso dei titoli di Stato, cfr. CONSOB, *Relazione 1988*, pp. 98-100.

5. *Le modifiche alla disciplina sulle società quotate*

La normativa sulle società quotate conosce, sotto vari profili, un ampliamento del proprio ambito di applicazione, estendendo sia il novero dei soggetti sottoposti a controllo, sia gli obblighi di quelli già vigilati.

In controtendenza è, però, la disposizione contenuta nell'art. 12, comma 2, l. n. 77/1983, che sottrae le banche le cui azioni o titoli similari non sono ammessi alle negoziazioni in borsa o nel mercato ristretto alla disciplina contenuta rispettivamente negli artt. 1/3, comma 1, lett. *a*, e 1/4 della l. n. 216/1974 e 4 della l. n. 49/1977; e ciò ancorché alla negoziazione stessa siano ammesse le obbligazioni e gli altri titoli emessi nell'attività di raccolta del risparmio di debito.

I poteri ispettivi e di richiesta d'informazioni della CONSOB sono estesi (art. 13 della l. n. 77/1983) dalle sole società quotate in borsa alle società controllanti queste ultime o da queste ultime controllate nonché alle società fiduciarie, limitatamente alle azioni di società quotate da esse detenute[224]. La CONSOB, dal canto suo, detta, nel corso degli anni dal 1981 al 1986, disposizioni puntuali sugli obblighi informativi delle società quotate sulle assemblee degli azionisti e sulle operazioni sul capitale, obblighi che trovano poi una sistemazione unitaria nella comunicazione n. 90004190 del 16 luglio 1990[225].

Anche gli obblighi di trasparenza della proprietà azionaria delle società quotate conoscono un'estensione soggettiva: dalle sole società azionarie e s.r.l. a tutti coloro che partecipino in società quotate (l. n. 281/1985)[226]. Cosicché «mentre la precedente

[224] L'estensione del controllo della CONSOB sulle società fiduciarie è considerata indispensabile ai fini di un'effettiva trasparenza. Prima della l. n. 77/1983, è presentata in materia una proposta di legge (la c.d. «Minervini-Spaventa», in «Giur. Comm.», I, 1981, p. 898), più volte invocata da Guido Rossi durante la sua presidenza CONSOB.

[225] CONSOB, *Relazione 1990*, pp. 179 s.

[226] Sulla disciplina dell'art. 5 della legge n. 216 come riformulato ad opera della l. n. 281/1985, cfr. F. D'Alessandro, *La «trasparenza» della proprietà azionaria e la legge di riforma della Consob*, in «Giur. comm.», I, 1986, pp. 327 ss.; F. Galgano, *Partecipazioni incrociate, scambio di comunicazioni, imputazione dell'obbligo di alienazione delle azioni eccedenti*, in «Riv. soc.», 1986, pp. 553 ss.

norma, alla cui osservanza» sono «tenute esclusivamente le società di capitali», è «funzionale alla disciplina delle partecipazioni reciproche, la formulazione prevista dal legislatore del 1985, estendendo l'obbligo anche alle persone fisiche (e agli enti non societari) segna il parziale distacco dalla problematica degli incroci azionari»; assume così «carattere autonomo, ed in un certo senso preponderante, la funzione relativa all'identificazione di chi detiene le azioni, allo scopo di rendere trasparenti e conoscibili quelle posizioni di potere che possono influire sulla gestione della società nonché sul regolare andamento dei titoli»[227]. Dal punto di vista oggettivo l'obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti riguarda non più soltanto le partecipazioni in società quotate in borsa ma anche quelle in società quotate al mercato ristretto (art. 1/5, l. n. 216 come modificato dalla l. n. 281/1985)[228]. Viene anche attribuito alla CONSOB (art. 1/4-*bis*, l. n. 216, introdotto dalla l. n. 281/1985) il potere di richiedere alle società quotate in borsa o al mercato ristretto e alle società che vi partecipino sia direttamente sia indirettamente dati ulteriori sulla composizione azionaria delle prime.

Nel frattempo è approvata la dir. 88/627/CEE del 12 dicembre 1988 relativa alle informazioni da pubblicare al momento dell'acquisto e della cessione di una partecipazione importante in una società quotata in borsa. Il dettato comunitario impone un ripensamento della disciplina nazionale per quanto attiene ai termini entro cui comunicare la modifica della partecipazione, alle modalità di calcolo della partecipazione rilevante nonché alla diffusione al pubblico dell'informazione[229]. La l. n. 55/1990, nel modificare, tra l'altro, l'art. 9 della l. n. 281/1985 prevede, inol-

[227] CONSOB, *Relazione 1987*, p. 103.

[228] Cfr., per una critica del termine per la comunicazione alla CONSOB dell'operazione di acquisto, previsto in trenta giorni, CONSOB, *Relazione 1985*, p. 125, laddove si rileva che «il lasso di tempo intercorrente tra il momento del trasferimento dei pacchetti azionari e quello della relativa comunicazione di legge può risultare tale da riflettersi negativamente sulla tempestività dei controlli della Commissione volti ad assicurare la trasparenza delle vicende traslative di tali pacchetti e a prevenire possibili ripercussioni sulla quotazione dei titoli interessati». Sui primi problemi applicativi della nuova disciplina delle partecipazioni rilevanti, cfr. CONSOB, *Relazione 1988*, pp. 130 ss.

[229] Cfr. CONSOB, *Relazione 1988*, pp. 9, 27 ss. e 160.

tre, che chiunque partecipi in una banca o in una società quotata ne dia comunicazione alla Banca d'Italia.

Un'estensione degli obblighi gravanti sulle società quotate è costituita, invece, dalla disciplina sulla redazione e pubblicazione della relazione semestrale introdotta dall'art. 13, l. n. 281/1985, in attuazione della dir. 82/121/CEE sulle informazioni periodiche che devono essere pubblicate dalle società quotate[230]; come pure dalla disciplina, dettata da specifiche comunicazioni CONSOB, sul bilancio consolidato[231], sulle dichiarazioni

[230] Con delibera n. 1784 del 5 settembre 1985 la CONSOB detta criteri provvisori per la redazione della relazione semestrale nonché le modalità e i termini della sua pubblicazione. L'obbligo di redigere e pubblicare la relazione semestrale, applicabile alle società con azioni quotate in borsa e, per effetto della delibera CONSOB n. 214 del 13 maggio 1977, anche agli enti con azioni quotate e alle società finanziarie di cui all'art. 1/19, l. n. 216/1974, viene ora automaticamente esteso a tutti gli «altri soggetti tenuti agli obblighi» di cui all'art. 1/4 della l. n. 216/1974. L'estensione è criticata dall'Assonime nella circolare n. 104 del 25 agosto 1986. Secondo l'associazione di categoria l'art. 1/4 l. n. 216 cit. prevede la sola comunicazione alla CONSOB della relazione semestrale allorché, per effetto di altre norme, già sussista l'obbligo della sua redazione; l'assoggettamento all'art. 1/4 l. n. 216 cit. di coloro che partecipano a operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio e delle società di gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare non può perciò di per sé far scattare l'obbligo di redazione e pubblicazione della relazione semestrale. Una nuova organica disciplina della materia, questa volta limitata alle sole società con azioni quotate in borsa, è dettata con delibere CONSOB nn. 2837 e 2838 dell'8 aprile 1987; sulla nuova disciplina, cfr. CONSOB, *Relazione 1987*, pp. 93 s., e circolare Assonime n. 69 del 1° giugno 1987.

[231] L'evoluzione in questi anni dell'intervento CONSOB in materia di bilancio consolidato è illustrata nella *Relazione 1984*, pp. 59 ss.; vi si legge: «nei primi anni di attività la Commissione ritenne non praticabile un proprio intervento in materia, nel convincimento che lo stesso dovesse improntarsi al massimo di gradualità, compatibile, da un lato, con i tempi di evoluzione spontanea della prassi societaria e, dall'altro, con le esigenze di una corretta informazione del mercato. Agli inizi del 1981, in concomitanza con l'avvio del sistema della certificazione obbligatoria dei bilanci ed in relazione alle stesse problematiche inerenti alla certificazione del bilancio di società capogruppo, la Commissione provvide a preannunciare il proprio intendimento di intervenire in materia di consolidato. Il primo provvedimento di prescrizione è seguito – a distanza di circa un anno – nel febbraio del 1982; ed altri se ne sono via via aggiunti fino ad interessare, a tutto dicembre 1984, un complesso di 109 società quotate. Nello spirito di graduale costruzione di una sistematica di questa nuova prassi informativa non ancora regolamentata nell'ordinamento italiano, la Commissione – vuoi in sede di adozione dei singoli provvedimenti di prescrizione dell'obbligo di redazione

di partecipazioni e sui compensi degli esponenti di società quotate, sulle partecipazioni detenute in società quotate.

Il controllo della CONSOB, giova rimarcare, resta confinato alla correttezza e completezza dell'informazione al pubblico e non investe mai la qualità dei risultati della gestione della società[232].

Oltre che sui destinatari e sul contenuto degli obblighi informativi, la l. n. 281/1985 incide, inoltre, sul ruolo della CONSOB di filtro dell'informazione societaria, modificando l'art. 1/3, lett. *b*, l. n. 216/1974. Come auspicato dall'indagine conoscitiva della Camera, la norma richiamata viene modificata nel senso di consentire alla CONSOB stessa la valutazione finale circa la pubblicazione delle informazioni richieste, ove ritenga prevalente la necessità di non indurre il pubblico in errore su fatti e circostanze essenziali.

In materia di società di revisione, particolare rilievo assume in questo periodo la raccomandazione della CONSOB n. 87/01002 del 23 gennaio 1987 alle società assoggettate al d.p.r. n. 136/1975:

del consolidato, vuoi mediante interventi di portata generale – ha provveduto a definirne una prima embrionale disciplina. È stato infatti prescritto alle società tenute alla redazione del consolidato: a) di sottoporre preventivamente alla Consob i criteri e i principi di consolidamento prescelti [...]; b) di trasmettere il bilancio consolidato alla Consob [...]; c) di mettere il consolidamento a disposizione del pubblico mediante deposito presso la sede sociale e presso i Comitati degli agenti di cambio di tutte le borse valori, dando notizia dell'avvenuto deposito del documento con apposito comunicato stampa [...]. Con atti di mero indirizzo del settore sono stati invece forniti suggerimenti ed indicazioni in tema di composizione e di redazione del consolidato. Con riferimento alla composizione del documento nel 1983 la Commissione, richiamandosi agli orientamenti comunitari in materia, ha raccomandato di corredare il bilancio consolidato con un "allegato esplicativo" [...] e con una "relazione sulla situazione patrimoniale e gestionale del gruppo" [...] (comunicazione n. 09205 del 28 giugno 1983). Con riguardo alla redazione del consolidato l'intervento è stato realizzato nel corso del 1984. Tenuto conto delle disposizioni contenute nella Direttiva CEE relativa ai conti consolidati nonché dei risultati di una analisi tecnico-qualitativa da essa svolta sui bilanci acquisiti nel corso del 1983, la Commissione – in attesa della definizione del processo di formazione di corretti principi di consolidamento di generale accettazione e nel convincimento che il consolidato possa efficacemente rappresentare un quadro fedele della situazione del gruppo soltanto in presenza di omogeneità di comportamento da parte dei soggetti tenuti alla sua redazione – ha ritenuto di dover fornire un proprio contributo orientativo in materia (comunicazione n. 84/08412 del 7 giugno) [...]».

[232] CONSOB, *Relazione 1984*, p. 11.

di non avvalersi della consulenza di organismi, società, studi associati o singoli professionisti che intrattengono rapporti di fatto a carattere continuativo, mediante la prestazione di consulenze e collaborazioni, con le società di revisione alle quali sia stato conferito incarico di certificazione; ciò al fine di evitare che, contrariamente a quanto previsto dai principi di revisione, la società incaricata della certificazione dei bilanci abbia altri interessi finanziari nella società conferente, ancorché in via indiretta, che potrebbero comprometterne l'indipendenza nell'esercizio delle proprie funzioni;

ciò nella convinzione che:

nella realtà italiana, regolamentata dalla normativa contenuta nel decreto del 1975 che ha introdotto l'obbligo di certificazione legale, l'obiettivo di fornire ai clienti consulenze professionali ed altri servizi non consentiti dalla limitazione dell'oggetto sociale verrebbe perseguito [...] operando in via indiretta, attraverso altri soggetti collegati di fatto alle società di revisione e facenti parte della medesima organizzazione internazionale. Pur essendo soggetti giuridicamente distinti dalle società di revisione e non sottoposti pertanto a vigilanza diretta da parte della Consob, permane l'interesse di quest'ultima al fine di individuare forme di vigilanza che garantiscano il fondamentale requisito dell'indipendenza nei confronti della società il cui bilancio è oggetto di certificazione[233].

6. *I limiti della disciplina dei mercati e l'assenza di una legge organica sugli intermediari. La «gestazione» della riforma*

6.1. *Le lacune della disciplina dei mercati e degli intermediari*

Nonostante gli interventi normativi cui si è accennato, la disciplina della borsa resta, sotto altri profili, lacunosa. E ciò non solo per la scarsa trasparenza dei prezzi, dovuta sia all'assenza di una regolamentazione dell'attività di contrattazione di titoli quo-

[233] Cfr., per entrambe le citazioni, CONSOB, *Relazione 1991*, p. 218, ove si fa il punto della politica perseguita dalla CONSOB sulle organizzazioni collaterali delle società di revisione.

tati svolta al di fuori dei mercati ufficiali, sia alla tecnica di negoziazione ancora generalmente utilizzata – quella cioè dell'asta a chiamata – ma anche – salvo che per gli interventi volti a ridurre i rischi connessi alla negoziazione a termine e quelli in materia di buoni di cassa – per la pressoché totale assenza di una disciplina della liquidazione titoli[234]. Sono di questo periodo approfonditi studi delle autorità di vigilanza dei mercati che evidenziano i rischi connessi alla fase di liquidazione e indicano le linee programmatiche di un intervento normativo in materia[235].

Il periodo in esame è anche caratterizzato dall'assenza di una disciplina organica dell'intermediazione mobiliare, ma non man-

[234] Cfr. CONSOB, *Relazione 1985*, pp. 28 ss., ove si lamenta che «priva di controllo e disciplina rimane [...] l'attività di contrattazione di titoli quotati svolta al di fuori dei due mercati ufficiali» (borsa e mercato ristretto); che lo stesso può dirsi con riguardo ai titoli non ammessi nei mercati ufficiali o da essi sospesi o revocati, negoziati spesso al c.d. terzo mercato o su basi locali; che manca una disciplina dell'attività di negoziazione; che occorre introdurre un principio di concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati.

[235] Sui problemi connessi alla liquidazione, cfr. già CONSOB, *Relazione 1985*, pp. 77 ss. Cfr. poi CONSOB, *Disciplina della liquidazione delle operazioni in valori mobiliari*, 1989 e CONSOB, *Relazione 1989*, pp. 9 e 153 ss., ove si dà conto dei contenuti della delibera n. 4176 del 25 luglio 1989. Quest'ultima, si legge nella citata relazione, individua le principali anomalie e disfunzioni del sistema di liquidazione dei contratti di borsa e indica le linee di intervento per porvi rimedio. A tale proposito si rileva, tra l'altro, «che il non corretto e puntuale adempimento delle obbligazioni scaturenti dai contratti di borsa incide in primo luogo sulla significatività stessa dei prezzi di borsa. La validità e la significatività di un contratto di borsa concluso a un certo prezzo dipende infatti in modo essenziale della corretta e tempestiva esecuzione degli adempimenti di consegna dei titoli e di pagamento del controvalore nei termini contrattuali. Il ritardato o mancato adempimento delle obbligazioni contrattuali (pagamento contro consegna) svuota, in altri termini, la significatività del prezzo del contratto, che è stato concordato in previsione che gli effetti del contratto stesso si producano in modo certo e puntuale. Tale considerazione rende essenziale, al fine di un corretto funzionamento del mercato mobiliare stesso, l'attivazione di meccanismi di copertura dal rischio di inadempimento. Con questo obiettivo la Commissione ha ritenuto opportuno, in via preliminare, definire attraverso appositi gruppi di studio le caratteristiche di un sistema di compensazione e garanzia (*clearing house*) che intervenga per tutte le operazioni concluse dagli intermediari al fine di garantire in ogni caso, cioè anche nell'ipotesi di insolvenza di una controparte, la liquidazione dei contratti conclusi». Cfr. anche CONSOB, *Relazione 1990*, pp. 134 s.

cano embrionali regole del settore[236]. A prescindere, infatti, dalla copiosa legislazione sugli agenti di cambio, preesistente all'istituzione della CONSOB, esistono discipline puntuali, riguardanti, cioè, singoli intermediari (commissionarie di borsa) o singole attività d'intermediazione (vendita e acquisto di titoli atipici, vendita a domicilio, gestione di patrimoni). Si tratta, tuttavia, di discipline, nella migliore delle ipotesi, lacunose, spesso illegittime e, in ogni caso, adottate in assenza di un disegno unitario.

Innanzitutto, la disciplina primaria sulle vendite a domicilio di valori mobiliari (art. 1/18-*ter* della l. n. 216/1974), pur subordinando lo svolgimento di tale attività a un'apposita autorizzazione della CONSOB e pur prevedendo ampi poteri regolamentari di tale ente circa i requisiti dei soggetti richiedenti l'autorizzazione stessa, non si cura di altri importanti profili, quali quelli attinenti al corretto svolgimento dell'attività, salva la norma sulle garanzie per danni da fatto illecito cagionati a terzi e la disciplina dei casi di sospensione e di revoca dell'attività. Ciò però non deve sorprendere: la vendita a domicilio è considerata, infatti, dal legislatore dell'epoca una particolare forma di sollecitazione del pubblico risparmio, nell'ambito della quale la tutela del risparmiatore coincide con il rispetto degli obblighi informativi dettati dalla disciplina generale (prospetto informativo).

6.2. *Il tentativo di supplire alle carenze della normativa primaria sugli intermediari con forzature dell'ordinamento: la funzione suppletiva della disciplina della sollecitazione*

Le discipline settoriali di rango secondario sono di dubbia legittimità, in quanto emanate sulla base di norme di legge: *a)* finalizzate a disciplinare fenomeni diversi da quello dell'intermediazione mobiliare, come nel caso delle disposizioni sulle gestioni di patrimoni mobiliari, del regolamento sulle vendite a domicilio e del primo intervento normativo sulle commissionarie di borsa; *b)* non attributive di poteri regolamentari, come nel caso del secondo intervento normativo sulle commissionarie.

In particolare, le disposizioni sulle gestioni di patrimoni mo-

[236] Marchetti, *La disciplina degli intermediari* cit., p. 129.

biliari, emanate dalla CONSOB in attuazione dell'art. 1/18, l. n. 216/1974[237], non si limitano ad assicurare la trasparenza delle operazioni di offerta al pubblico di servizi di gestione, ma stabiliscono anche talune regole, nel solo rispetto delle quali l'offerta al pubblico di tali servizi può considerarsi non violativa della riserva dell'attività di gestione in monte, prevista dalla l. n. 77/1983 (artt. 1 e 10) a favore delle società di gestione di fondi comuni di investimento mobiliare.

Si finisce, così, con l'imporre agli offerenti il servizio di gestione di patrimoni vere e proprie regole di comportamento, per di più non sempre giustificate dalla necessità di assicurare il rispetto della riserva dell'attività di gestione in monte. Comunque, non attribuendo la legge specifici poteri in materia alla CONSOB, quest'ultima procede in maniera, per così dire, «obliqua»: avvalendosi, cioè, dei poteri di controllo di trasparenza attribuitile dagli artt. 1/18 ss., l. n. 216/1974, impone ai soggetti sollecitanti il pubblico risparmio di evidenziare nel prospetto informativo i particolari rischi cui la gestione espone il risparmiatore; inoltre, la CONSOB utilizza strumenti di *moral suasion* nei confronti delle associazioni di categoria, «seguendole» nella predisposizione di regole di comportamento da adottarsi da parte degli associati[238].

È in quest'ambito e con riferimento a tale fattispecie – offerta al pubblico di servizi di gestione di patrimoni – che la CONSOB «delega» alle società di revisione il controllo dei prospetti ad essa afferenti, in via preventiva rispetto alla loro pubblicazione, non-

[237] Cfr. le comunicazioni n. 84/10 settembre 1984 e n. 86/10 giugno 1986, pubblicate in CONSOB, «Bollettino bimestrale», n. 5, 1984 e n. 3, 1986; cfr. anche CONSOB, *Relazione 1984*, pp. 47 s. Una disciplina dei servizi di gestione di patrimoni mobiliari offerti dalle banche alla propria clientela è dettata dalla Banca d'Italia con circolare n. 15523 del 14 agosto 1985; cfr., in materia, la circolare ABI n. 281 del 25 novembre 1985 e, in dottrina, F. Capriglione, *Le gestioni bancarie di patrimoni mobiliari*, Banca d'Italia «Quad. ric. giur», n. 9, Roma 1986.

[238] Per evitare situazioni di possibile conflitto di interessi tra fiduciario e fiduciante la CONSOB raccomanda – cfr. CONSOB, *Relazione 1986*, p. 70 – l'inserimento nei relativi contratti di gestione di alcune clausole. Tale obiettivo viene perseguito richiedendo alle associazioni di categoria Assofiduciaria e Profidi di trasfondere i criteri indicati al riguardo dalla Commisisone in proprie circolari destinate agli associati, la cui applicazione viene poi configurata quale forma di autoregolamentazione.

ché quello delle situazioni di rendicontazione trimestrale[239]. La previsione, che all'epoca suscita forti e giustificate perplessità della dottrina, in assenza di una norma primaria che autorizzi la delega stessa, viene, come detto, oggi accolta dal testo unico della finanza con riguardo all'espletamento dei controlli sugli intermediari e sulle società di gestione del mercato.

Il tentativo di disciplinare un'attività d'intermediazione mobiliare (la gestione di patrimoni mobiliari) utilizzando norme (artt. 1/18 ss., l. n. 216/1974) previste per tutelare esigenze diverse, mostra il suo punto debole proprio con riguardo alle regole di comportamento. L'individuazione di dette regole, infatti, è affidata sostanzialmente a strumenti persuasivi, non assistiti da sanzione.

Il regolamento sulle vendite a domicilio del 1985 (delibera CONSOB n. 1739) risponde anch'esso all'esigenza di disciplinare il contratto con il cliente, estendendo, tuttavia, la materia oggetto di regolazione oltre i limiti consentiti dalla legge. Come già visto e come correttamente rilevato dalla dottrina dell'epo-

[239] Precisamente, nel corso del 1986, la CONSOB instaura la prassi di richiedere: *a)* alle società fiduciarie, di sottoporre al controllo della società di revisione incaricata della certificazione dei bilanci i dati contenuti nei prospetti informativi di sollecitazione; *b)* alle società di revisione, di verificare la massa fiduciaria amministrata dalle società fiduciarie sottoposte a revisione. Cfr. CONSOB, *Relazione 1986*, pp. 97-98. Nel 1987 la CONSOB adotta le comunicazioni n. 87/04733 del 26 marzo 1987, in CONSOB, «Bollettino», n. 3, marzo 1987 e n. 87/09281 del 29 maggio 1987, in CONSOB, «Bollettino», n. 5, maggio 1987. Con la prima delle citate comunicazioni la CONSOB richiede che i dati di natura contabile e societaria contenuti nei prospetti informativi delle fiduciarie siano sottoposti alla verifica della società di revisione incaricata di certificare il bilancio della società fiduciaria condizionando a tale verifica la pubblicazione del prospetto stesso; inoltre, viene previsto che, successivamente alla pubblicazione del prospetto, le società fiduciarie predispongano per ciascun tipo di gestione rendiconti trimestrali con l'indicazione della massa amministrata suddivisa per specie di titoli, da sottoporre al controllo delle società di revisione; a queste ultime è anche richiesto di verificare il rispetto delle modalità di esecuzione dei contratti sottoscritti dai fiducianti. La seconda delle citate comunicazioni concerne invece l'investimento del patrimonio dei fiducianti in titoli esteri, le operazioni a premio, di riporto, deporto, pronti contro termine e similari, la distinta evidenziazione nei prospetti informativi delle attività di amministrazione di tipo statico e di tipo dinamico, l'indicazione dei criteri di valutazione della massa amministrata. Sul contenuto delle predette comunicazioni, cfr. CONSOB, *Relazione 1987*, pp. 84 ss.

ca, «l'art. 1/18-*ter* (commi 3, 4 e 5) prevede un controllo della Consob sui soggetti (emittente, proponente, collocatore), non già un controllo sugli atti negoziali»; in altri termini: «il Regolamento non è chiamato a integrare o modificare la disciplina dei contratti, contenuta nel diritto comune (codice civile) o nel diritto speciale»; la CONSOB rivendica a sé una potestà dispositiva di carattere generale (punto 2 della delibera n. 1739 cit.), ma la legge conferisce a essa «la potestà di emanare – intorno a una data materia (prospetto informativo) – disposizioni di carattere generale»; dove è evidente che «altro è una potestà (dispositiva) di carattere generale (come la Consob orgogliosamente rivendica); altro una potestà particolare che si esercita e si esprime in disposizioni generali»[240].

Vizi analoghi si riscontrano nella prima disciplina delle società commissionarie di borsa, contenuta in regolamenti speciali per ciascuna borsa valori (adottati negli anni 1984-85). La relativa fonte primaria – l'art. 6, d.p.r. n. 138/1975, che prevede l'adozione da parte della CONSOB dei regolamenti speciali di borsa – non attribuisce, infatti, a tale ente poteri di vigilanza sull'operatività delle commissionarie di borsa. Alle commissionarie viene in ogni caso imposta (cfr. delibera CONSOB 19 dicembre 1984, n. 1623) la forma di società per azioni con capitale versato non inferiore a 500 milioni di lire[241].

La nuova disciplina delle commissionarie di borsa, adottata con il regolamento generale del 1988 (che sostituisce i singoli regolamenti dettati per ciascuna borsa) presenta, invece, un vizio diverso: l'art. 1/3, lett. *g*, l. n. 216/1974 (che ne costituisce la fonte) attribuisce poteri di vigilanza alla CONSOB anche sulle operazioni di intermediazione, ma non la possibilità di dettare, nella *subjecta materia*, una disciplina regolamentare[242]. Alle commis-

[240] Su tali profili, cfr. N. Irti, *Notazioni esegetiche sulla vendita a domicilio di valori mobiliari*, in *Sistema finanziario e controlli: dall'impresa al mercato*, Milano 1986, pp. 103 ss., e in particolare, p. 106.

[241] Su tale disciplina, cfr. CONSOB, *Relazione 1984*, pp. 36 ss., e *Relazione 1986*, p. 16.

[242] Sulla necessità di una nuova disciplina delle commissionarie di borsa, cfr. CONSOB, *Relazione 1987*, pp. 68 ss. Sulla nuova disciplina delle commissionarie di borsa, cfr. CONSOB, *Relazione 1988*, pp. 85 ss.

sionarie è consentita l'esecuzione di mandati ad amministrare valori mobiliari e la prestazione di consulenze per investimenti in valori mobiliari, in quanto strumentali all'attività tipica di commissione[243].

6.3. *Il tentativo di utilizzare l'art. 1/18, comma 1, e l'art. 1/18*-quater*, l. n. 216/1974*

Non mancano, inoltre, in questo periodo suggerimenti volti a costruire una disciplina generale degli intermediari, facendo leva, rispettivamente, sugli artt. 1/18, comma 1, parte II, e 1/18-*quater* della l. n. 216/1974. La prima disposizione limita le offerte di acquisto e di vendita al pubblico di valori mobiliari atipici a determinate categorie di soggetti[244]. La seconda sottopo-

[243] CONSOB, *Relazione 1988*, pp. 40 ss.

[244] La norma prevede, precisamente, che «soltanto le società per azioni con sede in Italia, le società estere debitamente autorizzate secondo le norme vigenti, o loro rappresentanti, gli enti pubblici, nonché le aziende speciali con bilancio in pareggio, delle regioni, delle province e dei comuni, singole o consorziate, anche aventi autonoma personalità giuridica, istituiti per la gestione di servizi di pubblica utilità, con patrimonio assegnato e conferito di almeno due miliardi, possono procedere all'acquisto o alla vendita, mediante offerta al pubblico di valori mobiliari diversi: *a)* dalle azioni e altri valori mobiliari assimilabili ad azioni; *b)* dalle obbligazioni e altri valori mobiliari assimilabili alle obbligazioni; *c)* da altri valori mobiliari negoziabili che permettono di acquisire i valori mobiliari di cui alle lettere *a)* e *b)* precedenti». Con un'operazione interpretativa ortopedica parte della dottrina ritiene che la norma si applichi all'emissione e al primo collocamento anziché all'acquisto e alla vendita – cfr. G. Visentini, *I valori mobiliari (artt. 11, 12, 13, 14 l. 23.3.1983, n. 77)*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, Torino 1985, vol. 16, p. 704 –, ma la tesi è sconfessata dalla CONSOB (delibera 22 febbraio 1989, n. 3922), che riferisce i requisiti soggettivi di cui alla norma medesima agli offerenti e non agli emittenti. Prevale in ogni caso, anche in dottrina, l'interpretazione letterale seguita dalla CONSOB per cui i titoli atipici possono essere emessi da chiunque ma collocati soltanto da determinate categorie di soggetti: cfr. G. Ferrarini, *Sollecitazione del pubblico risparmio e quotazione in borsa*, in G.E. Colombo, G.B. Portale (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, 10**, Torino 1993, p. 37. La portata della norma quale recante una disciplina embrionale degli intermediari è pienamente colta, invece, da Marchetti, *La disciplina degli intermediari* cit., p. 129, laddove rileva che l'art. 1/18, l. n. 216/1974, «pone un principio di disciplina della struttura e del patrimonio degli intermediari, ma solo in relazione agli intermediari che trattino c.d. titoli atipici con sollecitazione del pubblico risparmio. Tale disciplina si risolve in requisiti di forma dell'intermediario e, limitatamente agli

ne tutti i soggetti partecipanti a operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio (e quindi non soltanto gli emittenti i valori mobiliari, ma anche coloro che procedono al collocamento degli stessi) a particolari obblighi informativi e – ove la CONSOB lo richieda – anche all'obbligo di revisione e certificazione del bilancio[245].

Nessuna delle due norme viene, però, in concreto utilizzata dalla CONSOB: non la prima, perché ispirata sostanzialmente alla *ratio* di limitare l'atipico; non la seconda, perché inidonea a «fondare» una disciplina amministrativa della materia estesa a profili diversi da quelli di mera trasparenza.

6.4. *Le linee di progetto per la riforma del mercato borsistico e l'iter parlamentare del disegno di legge sulle SIM*

Le difficoltà di costruire, sulla base della normativa allora esistente (l. n. 216/1974), una disciplina organica dell'intermediazione mobiliare e le lacune ancora esistenti nella disciplina dei mercati mobiliari suggeriscono l'opportunità di un intervento legislativo in materia.

Precede tale intervento un'intensa fase di studio e di approfondimento delle problematiche connesse all'introduzione di

enti pubblici ed alle aziende speciali di regioni, province o comuni, in requisiti patrimoniali rappresentati dal bilancio in pareggio e dal patrimonio assegnato e conferito di almeno due miliardi».

[245] Il nesso tra disciplina degli intermediari – in particolare di quelli interessati in operazioni di collocamento dei valori mobiliari oggetto di sollecitazione – e i poteri attribuiti alla CONSOB per l'intera durata della sollecitazione dagli art. 1/18, l. n. 216/1974, come modificati dall'art. 12, l. n. 77/1983, si coglie in CONSOB, *Relazione 1985*, laddove (p. 14) è scritto che: «con molta attenzione dovrà essere affrontato il problema dei controlli sui soggetti, in particolare degli intermediari [...]. Di qui la necessità di mantenere fermo, sostenendolo con una disciplina appropriata, il principio contenuto nella legge n. 77 del controllo Consob su ogni forma di sollecitazione pubblica del risparmio. Ma mantenere la competenza significa anche regolare i poteri e i limiti del controllo. Un controllo che non può ovviamente esaurirsi nella mera verifica preventiva del documento rappresentato dal prospetto, ma deve piuttosto accompagnare e seguire l'attuazione della proposta e gli sviluppi concreti dell'attività di raccolta e di impiego, non foss'altro che per verificarne la conformità con gli impegni assunti e la persistenza delle condizioni descritte nel prospetto».

una disciplina dell'intermediazione[246] e dei mercati mobiliari, che trova sbocco in un documento CONSOB del 1987 recante le «Linee di progetto per la riforma del mercato borsistico». In tale documento si suggerisce, sostanzialmente, l'introduzione: *i)* per quanto attiene ai mercati mobiliari, dell'obbligo di concentrazione in borsa delle negoziazioni e del sistema dell'asta continua in sostituzione di quella a chiamata; *ii)* per quanto attiene all'intermediazione, di una figura di intermediario polifunzionale e di una disciplina del conflitto di interessi[247]. La necessità di una disciplina organica dei mercati e dell'intermediazione mobiliare appare vieppiù pressante a seguito della crisi borsistica dell'ottobre 1987[248].

Nel frattempo è discusso in Parlamento un disegno di legge (d.d.l. n. 953, Senato; d.d.l. n. 3870, Camera dei deputati) avente a oggetto la disciplina dell'intermediazione mobiliare e dei mercati; le problematiche cui dare soluzione sono molteplici; tra di esse particolare attenzione viene dedicata, quanto agli intermediari, alle varie ipotesi di conflitto di interessi (da polifunzionalità e da proprietà) e al riparto dei controlli pubblici per finalità[249] e, quanto ai mercati, al principio di concentrazione e al suo temperamento, rappresentato dal principio della *best execution*[250].

Lo sviluppo del mercato e la sua integrazione comunitaria pongono l'esigenza di introdurre in Italia figure d'investitori specializzati. Il dibattito parlamentare di questi anni ha, perciò, a oggetto anche ipotesi di disciplina dei fondi chiusi e dei fondi immobiliari. Viene, inoltre, istituita una Commissione di stu-

[246] Cfr. CONSOB, *Relazione 1985*, pp. 25-28, ove si individuano nei rischi di instabilità patrimoniale degli intermediari, di conflitto di interessi fra intermediari e investitori/clienti e di frode degli intermediari a danno degli investitori/clienti, i profili meritevoli di un intervento normativo anche alla luce delle esperienze estere.

[247] Cfr. CONSOB, *Relazione 1986*, pp. 8 ss. Sui tratti essenziali del documento, cfr. CONSOB, *Relazione 1987*, pp. 74 ss.

[248] Cfr. ivi, pp. 12 s.

[249] Cfr. CONSOB, *Relazione 1988*, pp. 14 ss. e 106 s.

[250] Cfr. ivi, pp. 100-102 e 105-106. Per un'analisi del complesso delle previsioni contenute nel d.d.l., cfr. ivi, pp. 102 ss. Le tappe dell'iter parlamentare del d.d.l. e la posizione della CONSOB su di esso sono illustrate in CONSOB, *Relazione 1989*, pp. 24 ss. e 168 ss.

dio presso il Ministero del tesoro (d.m. 27 febbraio 1988), per adeguare la disciplina di fondi comuni di investimento mobiliare aperti alla dir. 85/611/CEE del 20 dicembre 1985 sugli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (o.i.c.v.m.)[251].

Si pone infine, per la prima volta, l'esigenza di elaborare una disciplina organica del mercato mobiliare una volta completata la regolamentazione dei diversi segmenti in cui esso si articola. È l'autorità di vigilanza che sottolinea tale esigenza. Nella *Relazione* CONSOB per il 1989 si legge, infatti:

i processi di legislazione in atto sono iniziati e stanno avanzando secondo la tecnica della disciplina per segmenti. Il legislatore fino ad ora non si è posto il problema di elaborare una riforma organica del mercato mobiliare. Il procedere in modo frammentario può provocare difetti di coordinamento, favorendo la duplicazione di prescrizioni normative o l'inserimento di disposizioni di dubbia compatibilità. A tutto ciò si dovrà perciò porre rimedio, una volta che sarà completato il disegno legislativo preordinato al rinnovamento della disciplina del mercato finanziario. Infatti i diversi provvedimenti, vecchi e nuovi, potranno essere ricondotti ad unità attraverso il loro accorpamento in un testo unico che potrà eliminare disarmonie e imprecisioni, nonché comporre le incoerenze che l'attuale modo di procedere dell'attività legislativa finirà inevitabilmente per generare[252].

[251] Cfr. CONSOB, *Relazione 1988*, pp. 21 ss.
[252] Cfr. CONSOB, *Relazione 1989*, p. 22.

V.
L'INTRODUZIONE DI UNA DISCIPLINA ORGANICA DELL'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

1. *La l. n. 1/1991 e la regolamentazione dell'intermediazione mobiliare*

I limiti agli interventi settoriali sopra evidenziati fanno emergere la necessità di introdurre, con apposita legge, una disciplina organica dell'attività di intermediazione mobiliare. Di qui la l. n. 1/1991, la c.d. «legge SIM», che estende, appunto, la disciplina

del mercato mobiliare – avente a oggetto fino ad allora le borse, le società quotate e la sollecitazione del pubblico risparmio – anche all'attività di intermediazione e agli intermediari a essa autorizzati; la legge entra in vigore il 1° gennaio 1992 e dà inizio a un periodo d'intense trasformazioni del mercato[253] e di regolazio-

[253] Sulla nuova disciplina, cfr. CONSOB, *Relazione 1990*, pp. 11 ss. e 165 ss., e *Relazione 1991*, pp. 11 ss. e 24 ss. La CONSOB manifesta la preoccupazione (*Relazione 1990*, pp. 11 s.) che l'approvazione della legge possa essere in parte vanificata dalla direttiva sui servizi d'investimento in discussione presso la Commissione CEE. I profili interessati dalla proposta di direttiva sono il principio di concentrazione, la limitazione dell'attività di negoziazione delle banche e l'operatività transfrontaliera. Si legge nella *Relazione* (pp. 11 s.) che «l'apprezzamento per l'entrata in vigore di una legge così importante e per l'introduzione nel nostro ordinamento dei rilevanti principi da essa sanciti non può tuttavia essere disgiunto dalla consapevolezza che la disciplina legislativa appena introdotta potrebbe essere vanificata dalla Direttiva in tema di servizi finanziari in corso di discussione presso la Comunità economica europea. La proposta della Commissione CEE, condivisa da autorevoli membri della Comunità, interpreta in modo assoluto il principio della libera prestazione transfrontaliera dei servizi e quindi consente che le imprese d'investimento autorizzate in uno stato possano svolgere la loro attività negli altri paesi anche al di fuori dei mercati regolamentati. Se tale criterio dovesse prevalere, verrebbe pregiudicata la regola, appena prescritta dal legislatore nazionale, che impone la concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati e la loro esecuzione secondo le modalità di negoziazione in essi previste. Si creerebbero così i presupposti per l'impoverimento di tali mercati con grave danno concorrenziale per gli ordinamenti, come quello italiano, in cui si considera la concentrazione come strumento essenziale per il corretto svolgimento delle negoziazioni in condizioni di massima efficienza e non si ritiene, invece, sufficiente il mero controllo esercitato sugli intermediari. La disciplina delle SIM riserva poi l'attività di intermediazione mobiliare a persone giuridiche, costituite nelle forme della società per azioni, ed esclude le banche dalla negoziazione in borsa e al mercato ristretto. Il progetto di Direttiva in esame non prevede tale limitazione, in quanto si prevede che anche alle persone fisiche, debitamente autorizzate in uno Stato membro, sia concesso di esercitare la suddetta attività in tutta la Comunità; riconosce inoltre che a qualsiasi intermediario in valori mobiliari, senza distinzioni di sorta e quindi anche all'impresa bancaria, sia garantita la libertà di scegliere se accedere ai mercati regolamentati direttamente, mediante una succursale nel paese ospitante, o indirettamente attraverso società controllate. D'altro canto la stessa libertà di scelta nelle forme di accesso ai mercati degli altri Paesi comunitari è riconosciuta all'impresa bancaria anche dalla Direttiva CEE n. 89/646 (la c.d. seconda direttiva banche), il cui recepimento nel nostro ordinamento dovrà avvenire al più tardi il 1° gennaio 1993». Tra i primi commenti alla legge si segnalano: C. Coltro Campi, *La nuova disciplina dell'intermediazione e dei mercati mobiliari*, Torino 1991; F. Capriglione (a cura di), *Legge 2 gennaio 1991,*

ne del medesimo, regolazione poi completata da successivi interventi normativi aventi a oggetto nuove tipologie di o.i.c.v.m. e lo svolgimento delle offerte pubbliche di sottoscrizione e di vendita da un lato e di acquisto dall'altro[254].

La legge SIM individua, in primo luogo, le attività d'intermediazione mobiliare rilevanti – negoziazione per conto proprio e per conto terzi, collocamento e distribuzione, gestione, raccolta ordini, consulenza e vendita a domicilio – aventi a oggetto i valori mobiliari (ivi inclusi i derivati)[255]; stabilisce, quindi, che l'esercizio professionale delle medesime nei confronti del pubblico è riservato alle società d'intermediazione mobiliare (SIM) e agli altri intermediari dalla stessa espressamente indicati, e cioè le banche, le società fiduciarie iscritte in apposito albo e gli agenti di cambio. Per le commissionarie di borsa la legge prevede un periodo transitorio, alla scadenza del quale (31 dicembre 1992) tali intermediari possono trasformarsi in SIM o cessare dall'attività.

Dei soggetti indicati, soltanto le SIM e le banche sono configurati quali intermediari mobiliari polifunzionali, potendo svolgere tutte le attività d'intermediazione mobiliare indicate dalla legge, con l'unica esclusione, per le banche, dell'attività di negoziazione di valori mobiliari quotati diversi dai titoli di Stato o garantiti dallo Stato (art. 16)[256]. Alle società fiduciarie è con-

n. 1, in G. Alpa, P. Zatti (a cura di), *Commentario breve al codice civile. Leggi complementari*, tomo I, Padova 1995, pp. 2365 ss.

[254] Un'ampia e articolata raccolta della disciplina, primaria e secondaria, di questo periodo è riportata in F. Carbonetti, F. Chiappetta (a cura di), *Codice del mercato finanziario*, Assago 1993, I ed.

[255] Viene così di fatto introdotta una nozione di valore mobiliare ulteriore rispetto a quelle già previste, rispettivamente, per i controlli sui flussi finanziari e per la sollecitazione del pubblico risparmio. Tale nozione si ricava, in sostanza, da quella «classica» di titoli di massa destinati alla negoziazione nel mercato con l'aggiunta dei cc.dd. «derivati». In prossimità dell'approvazione della l. n. 1/1991 la CONSOB vaglia attentamente le operazioni di sollecitazione che le vengono sottoposte, negando il nulla-osta alla pubblicazione del prospetto informativo relativo a quelle aventi a oggetto contratti derivati; ciò nel presupposto che detti contratti, nel frattempo equiparati alla scommessa, potranno costituire oggetto di attività di intermediazione soltanto una volta entrata in vigore la relativa disciplina. Cfr. la comunicazione CONSOB n. SGE/RM/90006538 del 12 novembre 1990, in CONSOB, «Bollettino mensile», n. 11, 1990, pp. 56 s.

[256] Cfr., in dottrina, i contributi pubblicati nel volume M. Porzio (a cura di), *L'attività non bancaria delle banche*, Milano 1993.

sentito il solo esercizio dell'attività di gestione di valori mobiliari (in nome proprio e per conto terzi: art. 17); le SIM e le banche svolgono, invece, l'attività di gestione in nome e per conto terzi); agli agenti di cambio – ma il punto è controverso in dottrina[257] – la sola attività di negoziazione di valori mobiliari per conto terzi in borsa e nel mercato ristretto. Gli agenti di cambio perdono in ogni caso il monopolio della contrattazione in borsa. A essi è rimessa la scelta se associarsi e costituire una SIM o proseguire nella professione, ma limitatamente alla negoziazione per conto terzi. I concorsi per le nomine di nuovi agenti cessano di essere banditi.

L'autorizzazione all'esercizio delle attività d'intermediazione mobiliare è rilasciata dalla CONSOB per le SIM (art. 3) e le società fiduciarie (art. 17) e dalla Banca d'Italia per le banche (art. 16). L'esercizio abusivo dell'attività d'intermediazione è sanzionato penalmente (art. 14).

La vigilanza sugli intermediari autorizzati è ripartita tra la CONSOB, per gli obblighi di informazione e correttezza e per la regolarità delle negoziazione, e la Banca d'Italia, per i controlli di stabilità patrimoniale (art. 9, comma 1). Al criterio di riparto dei compiti di vigilanza per finalità, il legislatore aggiunge, subito dopo (art. 9, comma 7), un criterio ulteriore, basato sulla natura (bancaria o non bancaria) degli intermediari e ispirato al dichiarato intento di evitare duplicazioni di controlli. A tal proposito è previsto che i controlli di trasparenza e correttezza sulle banche siano esercitati dalla Banca d'Italia su richiesta della CONSOB; e che i controlli di stabilità sulle SIM e sulle società fiduciarie autorizzate all'attività di gestione siano effettuati dalla CONSOB su richiesta della Banca d'Italia. La CONSOB e la Banca d'Italia possono, comunque, ove lo ritengano necessario, esercitare direttamente la vigilanza sugli intermediari mobiliari secondo il criterio sancito dal comma 1 dell'art. 9.

Si tratta, per la CONSOB, di un importante mutamento di ruolo nel controllo del mercato mobiliare. Rispetto alla vigilan-

[257] Sulla complessa questione, cfr. F. Carbonetti, *L'agente di cambio dopo la legge 2 gennaio 1991, n. 1*, in *Studi in memoria di Franco Piga*, Milano 1992, II, pp. 1129 ss.

za, per giunta limitata ai soli profili di trasparenza, sulle società di gestione dei fondi, i compiti della CONSOB sono qui estesi all'accesso dell'intermediario al mercato e, per quanto attiene ai controlli successivi, anche alla correttezza nello svolgimento dell'attività.

Si prevedono, per giunta, obblighi d'informazione ai clienti, sia nella fase preliminare alla costituzione del rapporto, sia nel corso del medesimo. Gli obblighi di correttezza si sostanziano nel rispetto di una serie di regole generali, valevoli per qualsiasi attività di intermediazione mobiliare esercitata – quali, in particolare, il principio secondo cui le SIM, nello svolgimento delle loro attività, devono comportarsi con diligenza, correttezza e professionalità nella cura dell'interesse del cliente e la regola, che di tale principio costituisce una specificazione, volta a prevenire situazioni di potenziale conflitto di interessi tra l'intermediario e il cliente – oppure relative a specifiche attività di intermediazione mobiliare. Entrambe le tipologie di obblighi – di trasparenza e di correttezza – integrano la disciplina dei contratti di intermediazione mobiliare tra intermediari e clienti[258]. Il rispetto degli obblighi suddetti è assicurato – oltre che dall'attività di vigilanza – da un sistema di misure cautelari e sanzioni amministrative che trovano applicazione all'intermediario e non ai suoi esponenti (art. 13).

Per l'attività di vendita a domicilio di valori mobiliari è previsto l'obbligo di avvalersi dell'opera di promotori finanziari iscritti in apposito albo tenuto dalla CONSOB che a loro volta hanno l'obbligo di operare per conto e nell'interesse di un solo intermediario; sono istituite commissioni per l'albo dei promotori finanziari su base regionale con compiti di natura disciplinare (art. 5 della legge SIM).

Diversamente dalle banche – e dalle società di gestione di fondi comuni – assoggettate a una disciplina speciale delle crisi, le SIM restano, però, sottoposte alla disciplina generale del fallimento. Un «embrione» di quella che sarà poi l'amministrazione straordinaria è il commissariamento disciplinato dall'art. 13, comma 6, della legge SIM.

[258] Cfr. F. Carbonetti, *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano 1992.

Con riguardo sia ai profili di trasparenza sia a quelli di correttezza si pone un problema di coordinamento tra la disciplina dettata dalla l. n. 1/1991 e quella poco dopo introdotta dalla legge sulla trasparenza bancaria n. 154/1992. Quest'ultima, infatti, prevede obblighi di trasparenza e di correttezza ulteriori rispetto a quelli già stabiliti dalla legge sulle SIM, gravanti, oltreché sulle banche, anche sugli intermediari che svolgano, tra le altre, attività di intermediazione mobiliare. Il problema è in parte risolto dalla disciplina attuativa della l. n. 154/1992. Per la trasparenza delle attività d'intermediazione mobiliare, tale disciplina fa, infatti, rinvio ai regolamenti attuativi della l. n. 1/1991; e ciò nel presupposto che le norme della legge sulla trasparenza bancaria siano di carattere generale e perciò applicabili solo nel caso in cui altre leggi non contemplino già – come appunto la legge sulle SIM e i regolamenti di essa attuativi – obblighi della specie.

Le autorità di vigilanza adottano, nel contempo, una serie di regolamenti attuativi della legge, che specificano: gli adempimenti per l'iscrizione all'albo delle SIM (regolamento CONSOB approvato con delibera n. 5386/1991), gli obblighi di trasparenza e correttezza delle SIM (regolamento approvato con delibera CONSOB n. 5387/1991), le disposizioni applicabili ai promotori di servizi finanziari (regolamento approvato con delibera CONSOB n. 5388/1991), i requisiti patrimoniali e organizzativi che gli intermediari devono rispettare a fronte dei rischi dai medesimi assunti nello svolgimento delle attività a essi consentite (regolamento della Banca d'Italia del 2 luglio 1991)[259].

2. *La nuova disciplina dei mercati e i primi elementi di privatizzazione*

La legge SIM non si limita a introdurre una disciplina degli intermediari, ma reca anche importanti disposizioni in materia di mercati mobiliari.

[259] Sulla disciplina secondaria concernente le SIM, cfr. CONSOB, *Relazione 1991*, pp. 145-157. In dottrina si veda il volume A. Predieri (a cura di), *La riforma dei mercati finanziari*, Atti del convegno, *I regolamenti di attuazione della legge 2 gennaio 1991, n. 1 sulle società di intermediazione mobiliare*, Milano 1993.

In particolare, essa introduce l'obbligo di concentrazione nei mercati regolamentati delle negoziazioni aventi a oggetto titoli ivi quotati; all'obbligo è possibile derogare in caso di negoziazione sul mercato dei blocchi o in caso di previa autorizzazione scritta del cliente, sempreché quest'ultimo possa trarre dall'esecuzione fuori mercato un vantaggio in termini di prezzo (art. 11)[260].

Prevede nuove tipologie di mercati in aggiunta a quelli preesistenti: il mercato unico nazionale telematico per la negoziazione di titoli quotati in borsa o nel mercato ristretto (artt. 12, comma 3, e 20, commi 1 e 2)[261]; i mercati, anche locali, per la negoziazione di valori mobiliari non quotati in borsa né negoziati nel mercato ristretto (art. 20, commi 4-7)[262]; i mercati esteri riconosciuti, ivi inclusi quelli per la negoziazione di contratti a termine (art. 20, comma 8); i mercati per la negoziazione di contratti a termine su strumenti finanziari (art. 23, commi 1-4); il mercato dei contratti uniformi a termine su titoli di Stato (art. 23, comma 5)[263].

Proprio in tema di mercati locali si coglie un secondo importante «embrione» di privatizzazione, dopo l'istituzione dell'MTS. La gestione di tali mercati viene, infatti, attribuita a un comitato di gestione, espressione degli operatori a essi ammessi (art. 20, comma 5, l. n. 1/1991), mentre la stessa disciplina di dettaglio è rimessa, pur nell'ambito delle Linee Guida indicate dalla CONSOB (reg. approvato con delibera n. 8469/30 settembre 1994), a regolamenti speciali da adottarsi sì dalla CONSOB medesima, ma su proposta dei promotori dei singoli mercati.

Un ulteriore «embrione» di privatizzazione va ravvisato nell'istituzione del Consiglio di borsa – composto in parte da

[260] Con delibera n. 5552/1991 la CONSOB adotta un regolamento concernente le negoziazioni di valori mobiliari fuori dei mercati regolamentati. Sui contenuti del regolamento, cfr. CONSOB, *Relazione 1991*, pp. 157 ss.

[261] Il passaggio degli scambi dalla contrattazione gridata alla piattaforma telematica viene completato tra il 1992 e il 1994. Negli anni seguenti prosegue anche il processo di dematerializzazione, al termine del quale gli scambi di titoli si riducono a semplici operazioni contabili tra le posizioni dei contraenti aperte presso la società depositaria.

[262] Sulla definizione di un sistema normativo per la disciplina dei mercati locali, cfr. CONSOB, *Relazione 1994*, pp. 44 ss.

[263] Sui lavori per l'istituzione dei mercati *futures*, cfr. CONSOB, *Relazione 1991*, pp. 118 ss.

rappresentanti degli intermediari e degli emittenti titoli quotati –, cui è trasferita la titolarità delle competenze degli organi locali di borsa (che vengono soppressi a far data dall'inizio di operatività del Consiglio) e al quale la CONSOB può delegare i propri poteri in materia (art. 24, l. n. 1/1991). Al Consiglio di borsa è affidato il compito di portare a termine il processo di riforma del mercato, oltre che sul piano istituzionale, anche su quello operativo; ma soprattutto la distinzione tra funzioni di regolamentazione e controllo, di pertinenza dell'autorità pubblica, e di organizzazione e amministrazione del mercato, da quest'ultima delegabili al Consiglio stesso[264], getta le basi per quella che sarà di lì a poco

[264] Sul particolare rilievo del Consiglio di borsa quale momento di passaggio a forme di autoregolamentazione del mercato, cfr. CONSOB, *Relazione 1992*, pp. 19 ss. Vi si legge: «in primo luogo, la sua composizione vede una assoluta prevalenza delle categorie di operatori e, nell'ambito di esse, di quella degli intermediari di borsa. Nel suo interno sono altresì presenti rappresentanti delle società emittenti, il che assicura un apporto qualificato e, in certa misura, anche dialettico dei principali utenti del mercato [...]. A questa composizione, con una assoluta prevalenza di ruolo degli intermediari, va poi riferito il complesso delle competenze del Consiglio di borsa. Quest'ultimo, come già accennato, è subentrato *iure proprio* ai poteri ed alle attribuzioni già spettanti agli organi locali di borsa. Per quanto si tratti per lo più di competenze tecniche di gestione degli affari nelle singole borse, non va trascurato che fra esse è anche compreso il compito di predisporre e gestire dinamicamente le strutture di supporto necessarie per il funzionamento dei mercati, a cui accede il potere di riscuotere le entrate a tale scopo già spettanti alle Camere di Commercio ed al Consorzio Camerale [...]. È comunque sul piano dei poteri delegati al Consiglio di borsa dalla Consob che meglio potrà manifestarsi la potenzialità innovativa del sistema verso forme più efficienti di autoregolamentazione dei mercati. L'ambito delle deleghe conferibili al Consiglio di borsa, come è noto, riguarda le attribuzioni relative all'"organizzazione ed al funzionamento delle borse valori, nonché all'ammissione dei titoli a quotazione" spettanti alla Consob; si tratta quindi di un complesso di competenze assai vasto che, potenzialmente, riduce l'insieme dei poteri di disciplina e di controllo del funzionamento dei mercati. La Consob in concomitanza con l'inizio dell'operatività del Consiglio di borsa, avvenuto il 1° febbraio scorso, ha già esercitato la sua facoltà di delega, concentrando nel nuovo organo le attribuzioni in precedenza delegate ai diversi organi locali di borsa. A queste prime misure, intese soprattutto a garantire la continuità di esercizio dei compiti tecnici di mercato, potrà seguire l'attribuzione di ulteriori poteri e funzioni, nei tempi che il consolidarsi dell'organizzazione e del funzionamento del Consiglio di borsa suggerirà. È, infatti, fermo intendimento della Commissione conferire al nuovo organo, nel quadro di indirizzi e direttive ben definiti, responsabilità assai ampie in tutte le materie attinenti al funziona-

(d.lgs. n. 415/1996) la linea guida del futuro processo di privatizzazione dei servizi di mercato.

La medesima l. n. 1/1991 contempla, inoltre, modalità di negoziazione dei titoli diverse dall'asta a chiamata, tra le quali è inclusa, e dettagliatamente disciplinata da apposito regolamento CONSOB, la negoziazione continua per via telematica.

Appronta, infine, gli strumenti normativi necessari (artt. 22 e 23, comma 2, lett. *f)* per l'istituzione e la disciplina di un sistema di garanzia dei contratti di borsa e della relativa liquidazione (Cassa di compensazione e garanzia) e per la riduzione dei tempi di liquidazione (liquidazione per contante).

Incomincia così a delinearsi una prima, articolata, disciplina della liquidazione titoli, cui continua ad affiancarsi una fase di riflessione da parte delle autorità di controllo dei mercati[265]. Tra gli interventi di maggiore rilievo si segnalano: *a)* la previsione di un sistema di RRG entro febbraio 1992 (delibera CONSOB n. 5446 del 7 agosto 1991); *b)* la previsione che la consegna e il ritiro dei valori mobiliari siano effettuati obbligatoriamente a mezzo delle stanze di compensazione e per l'esclusivo tramite della Monte Titoli e che la conclusione dei contratti su titoli azionari, obbligazionari e di Stato quotati nei mercati regolamentati avvenga per contanti con liquidazione al terzo giorno di borsa aperto successivo a quello di conclusione dei contratti (delibera CONSOB n. 5498 del 2 ottobre 1991)[266]. Inizialmente limi-

mento dei mercati. Per converso, l'azione della Consob dovrà sempre più concentrarsi sugli aspetti di regolamentazione generale dei mercati, nonché sulla disciplina e sulla vigilanza degli intermediari. In questo concorso coordinato di ruoli e di funzioni, con il coinvolgimento diretto degli operatori in ogni aspetto attinente al mercato che si manifesterà anche attraverso apporti di tipo consultivo in ogni settore di attività della Commissione, è dunque da individuare un ulteriore importante effetto innovativo della legge n. 1/91. Sebbene il sistema delle competenze non sia ancora compiutamente delineato, è infatti evidente che si sono poste le basi per una sostanziale autoregolamentazione dei mercati. Questo fatto, a sua volta, può preludere ad ulteriori innovazioni legislative intese a privilegiare forme organizzative di mercato ispirate a soluzioni di tipo privatistico, secondo modelli che nei mercati esteri si sono dimostrati altamente efficienti». Cfr. anche CONSOB, *Relazione 1993*, pp. 26 s., *Relazione 1994*, pp. 124 ss., e *Relazione 1995*, pp. 88 ss.

[265] Cfr. Banca d'Italia, *Le procedure di liquidazione titoli*, Roma 1991.

[266] Cfr. CONSOB, *Relazione 1991*, pp. 114 ss. e *Relazione 1992*, pp. 145 ss.

tata solo ad alcuni titoli (delibera CONSOB n. 7524/1993)[267], la liquidazione a contante è estesa a tutti i contratti aventi a oggetto azioni quotate (a decorrere dal 16 gennaio 1996) dalla delibera CONSOB n. 9386/1995. L'introduzione della liquidazione a contante si riflette sulla disciplina delle garanzie prevista dalla delibera n. 929/1981[268]. Vengono, inoltre, predisposte norme, approvate d'intesa dalla CONSOB e dalla Banca d'Italia il 16 marzo 1992, sull'istituzione, l'organizzazione e il funzionamento di una Cassa di compensazione e garanzia quale controparte centrale dei contratti *futures* e quale gestore di un fondo, da essa separato, a garanzia, sia della liquidazione sia dei contratti negoziati a termine[269]. In conseguenza dell'adozione della liquidazione

[267] CONSOB, *Relazione 1993*, pp. 97 ss.

[268] Ivi, p. 100, che precisa: «il passaggio dalla liquidazione a termine alla liquidazione a contante ha richiesto, infine, anche la definizione delle garanzie che gli intermediari devono acquisire dai clienti a copertura delle operazioni commissionate. Infatti, l'attuale regime di garanzie previsto dalla delibera 929/81 e le successive modifiche ed integrazioni, copre esclusivamente le operazioni di compravendita, di riporto e a premio effettuate sui titoli azionari regolati nella liquidazione mensile. A tal fine, con la delibera 7679 dell'11 gennaio 1994, è stata adottata la disciplina dei depositi a garanzia per le operazioni su titoli quotati a contante. In tale delibera sono state previste, per ciascuna tipologia contrattuale, l'entità e le modalità di costituzione da parte dei committenti dei depositi a garanzia, determinando l'importo, in titoli o in lire, che il committente è chiamato a versare, in modo da coprire il rischio derivante dall'esecuzione dell'operazione commissionata».

[269] Cfr. CONSOB, *Relazione 1991*, pp. 117 s., *Relazione 1992*, p. 155, e *Relazione 1993*, pp. 100 ss., cui si rinvia per l'esposizione dettagliata dell'adesione alla cassa e del sistema di «marginazione», nonché delle diverse modalità dell'intervento del fondo, gestito dalla Cassa, per assicurare il buon fine della liquidazione e l'adempimento dei contratti. Il sistema è descritto in M. Maccarone, P. Mammola, *Consob lancia la borsa «garantita»*, in «Il Sole 24 Ore», 28 luglio 1992. Cfr. anche F. Annunziata, *Il mercato italiano dei Futures e la Cassa di compensazione e garanzia. Una nuova tappa della riforma dei mercati mobiliari*, in «Riv. soc.», 1993, pp. 306 ss. Le disposizioni adottate d'intesa dalla CONSOB e dalla Banca d'Italia il 16 marzo 1992 sono poi modificate il 17 giugno successivo. A esse seguono una serie di delibere CONSOB del luglio (nn. 6352, 6353 e 6354) e dell'ottobre (n. 6356) del medesimo anno, concernenti la determinazione delle modalità e dei termini di versamento alla Cassa dei cc.dd. margini di garanzia dei contratti su titoli quotati in borsa, e la sospensione dalle liquidazioni mensili degli agenti di cambio che non dichiarano di accettare gli obblighi derivanti dalle suddette disposizioni (provvedimento della Banca d'Italia n. 33584 del 31 luglio 1992). Tutte le predette disposizioni sono impu-

a contante, la CONSOB e la Banca d'Italia, con provvedimento d'intesa del 5 novembre 1993, istituiscono il fondo liquidazione a contante definendo le modalità di funzionamento e di intervento della Cassa stessa nella liquidazione a contante garantita.

3. Le ricadute della disciplina dell'intermediazione e dei mercati su quella della sollecitazione del pubblico risparmio e degli emittenti quotati

L'introduzione della disciplina sugli intermediari e sui mercati comporta, sotto un profilo generale, importanti implicazioni anche con riferimento alla disciplina della sollecitazione del pubblico risparmio[270]. E ciò sia nel senso che attività prima di sollecitazione divengono tipiche attività d'intermediazione mobiliare (gestione di patrimoni mobiliari, vendita a domicilio e collocamento)[271], con conseguente abrogazione di quelle norme previste per tali fattispecie nel regolamento sulla sollecitazione, sia nel senso che alcune attività in astratto di sollecitazione sono

gnate, con distinti ricorsi, dinanzi al TAR del Lazio da alcuni agenti di cambio. Motivo centrale dei ricorsi è che tali disposizioni prevedono che, per l'ipotesi che un aderente alla liquidazione mensile risulti inadempiente, vengano utilizzati, in caso di insufficienza dei margini da esso versati, anche i margini versati dagli altri aderenti alla liquidazione. Con sentenza n. 1252 del 9 settembre 1993 il predetto TAR respinge i ricorsi ritenendo legittime le disposizioni adottate dalla CONSOB e dalla Banca d'Italia ex art. 22, comma 3, l. n. 1/1991 sull'organizzazione e il funzionamento della Cassa di compensazione e garanzia. La sentenza è pubblicata in «Foro it.», III, 1993, cc. 531 ss. e in «Banca borsa», II, 1995, pp. 268 ss., con nota di R. D'Ambrosio, *L'estensione della responsabilità patrimoniale per inadempimento del contratto di borsa all'intermediario non contraente*.

[270] Per un'analisi dettagliata, fino a tutto il 1992, della prassi CONSOB in materia di sollecitazione del pubblico risparmio, quotazione di borsa e informazione societaria, cfr. G. Napoletano, *La prassi Consob*, Roma 1993. Sui rapporti tra la disciplina dell'intermediazione e quella della sollecitazione del pubblico risparmio, cfr. F. Bochicchio, *Intermediazione mobiliare e sollecitazione al pubblico risparmio*, in F. Galgano (a cura di), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, XX, Padova 1994.

[271] Sulla disciplina delle vendite a domicilio a seguito dell'entrata in vigore della legge sulle SIM, cfr. i contributi pubblicati nel volume M. Bessone, F.D. Busnelli (a cura di), *La vendita porta a porta di valori mobiliari*, Milano 1992.

sottratte alla relativa disciplina, ove poste in essere sul mercato da intermediari autorizzati con certe cautele (inapplicabilità degli artt. 1/18 ss., l. n. 216/1974, alle offerte di acquisto e di vendita di valori mobiliari effettuate, dagli intermediari autorizzati, nei mercati nazionali regolamentati e nei mercati esteri riconosciuti), e ciò nel presupposto che la trasparenza di dette offerte è già assicurata dalla disciplina del mercato e che, pertanto, non necessita del vaglio della CONSOB ai sensi della normativa sui prospetti informativi[272].

Il regolamento sulla sollecitazione del pubblico risparmio è conseguentemente modificato, per tener conto dell'assorbimento di alcune rilevanti fattispecie, quali il collocamento e la gestione di patrimoni, nella disciplina dell'intermediazione. Sono, perciò, abrogate le norme secondarie del regolamento sulla sollecitazione, concernenti l'offerta al pubblico di servizi di gestione di patrimoni mobiliari[273], come pure quelle del regolamen-

[272] Cfr. CONSOB, *Relazione 1991*, pp. 177 s.

[273] Cfr. ivi, pp. 189 ss. Dopo aver ripercorso le tappe della disciplina del settore anteriori all'approvazione della legge sulle SIM e aver ricordato le abrogazioni resesi necessarie a seguito di essa, la CONSOB delinea le caratteristiche del servizio e la disciplina di trasparenza e correttezza cui esso viene sottoposto. Particolarmente rilevante la ricostruzione dell'attività di gestione. Senza voler entrare nel merito della complessa questione e sulle posizioni espresse sul punto dalla dottrina, si ricorda che, per la legge, l'attività di gestione riservata alle SIM e alle banche è quella svolta in nome e per conto di terzi; anche alle società fiduciarie è consentita l'attività di gestione, ma in nome proprio e per conto di terzi, purché iscritte in apposita sezione dell'albo delle SIM; anzi, tali fiduciarie possono esercitare soltanto l'attività di gestione di patrimoni in nome proprio e per conto terzi (l. 5 novembre 1992, n. 429, sulla quale cfr. CONSOB, *Relazione 1992*, pp. 136 s.). Le società fiduciarie non iscritte in detto albo possono invece continuare a svolgere l'attività di amministrazione di patrimoni prevista dalla l. n. 1966/1939. La distinzione tra amministrazione e gestione si fonda, secondo quanto ritenuto dalla CONSOB (comunicazione n. 910077025 del 6 dicembre 1991), sull'elemento causale. Precisamente, ritiene la CONSOB – *Relazione 1991*, p. 194 – che «l'aspetto caratterizzante del contratto di gestione di patrimoni mobiliari va individuato nella finalità di valorizzazione di un determinato patrimonio, conferito dal cliente, perseguita attraverso il compimento di una serie di atti unitariamente volti al conseguimento di un risultato utile dall'attività di investimento e disinvestimento in valori mobiliari. L'amministrazione di beni appare, invece, finalizzata a garantire l'esercizio puntuale dei diritti connessi con i beni amministrati – non necessariamente costituiti da valori mobiliari – che si realizza attraverso il compimento di singoli atti di conserva-

to sulle vendite a domicilio di valori mobiliari adottate ai sensi dell'art. 1/18-*ter* della l. n. 216/1974[274]. Gli schemi di prospetto informativo allegati al regolamento sulla sollecitazione sono, invece, modificati nella parte in cui fanno riferimento ai soggetti che procedono al collocamento, essendo tale attività riservata, a seguito della legge sulle SIM, a intermediari autorizzati e sottoposti a obblighi informativi e di comportamento. Inoltre, le SIM – e le fiduciarie abilitate alla gestione – sono incluse nella categoria degli investitori professionali prevista dal regolamento sulla sollecitazione[275].

L'art. 20, comma 9, della l. n. 1/1991, consente, infine, alla CONSOB di derogare alle previsioni di cui agli artt. 1/4, 1/5, 1/5-*bis* e 1/17 della l. n. 216/1974 al fine di consentire l'applicazione alle società estere quotate in Italia del regime giuridico in vigore nel paese d'origine.

4. *Gli interventi normativi successivi alla legge SIM e anteriori al decreto Eurosim*

La legge sulle SIM estende, come visto, la disciplina del mercato mobiliare a tutti e tre i segmenti in cui essa teoricamente può articolarsi, prevedendo disposizioni prudenziali, di correttezza e di trasparenza in materia di intermediari, che vengono ad aggiungersi a quelle preesistenti in materia di mercati e di soggetti che istituzionalmente (società quotate) ovvero occasionalmente sollecitano il pubblico risparmio. Si tratta di un'architettura giuridica orientata in senso fortemente pubblicistico che verrà intaccata, limitatamente alla prestazione dei servizi di mercato, soltanto dal c.d. «decreto Eurosim» del 1996.

Ciò non vuol dire che gli interventi normativi compresi tra la l. n. 1/1991 e il citato decreto del 1996 non abbiano rilievo alcuno nella costruzione di una disciplina organica del mercato

zione del patrimonio ovvero, eccezionalmente, di disposizione sui beni». Su tali problemi, cfr. anche F. Capriglione, *Commento all'art. 8 l. n. 1/1991*, in Alpa, Zatti (a cura di), *Commentario breve al codice civile* cit. (1995), pp. 2404 ss.

[274] Cfr. CONSOB, *Relazione 1991*, pp. 183 ss.

[275] Su tutti tali profili, ivi, pp. 181 ss.

mobiliare. Anzi, proprio in questo periodo sono introdotti nuovi istituti e nuove categorie di intermediari e di investitori e sono ampliate le tipologie dei controlli sui mercati e sulle offerte al pubblico di valori mobiliari. Il che avviene, tuttavia, in assenza di un disegno unitario. Le stesse nozioni di valore mobiliare che la disciplina di ciascuno dei nuovi istituti reca divergono significativamente l'una dall'altra[276].

4.1. *L'*insider trading *e l'introduzione di una nuova tipologia di controlli sugli intermediari e sui mercati*

La l. n. 157/1991 sull'*insider trading* – che anticipa l'intervento del legislatore comunitario[277] – incide sia sulla legislazione di borsa, introducendo due importanti fattispecie penali (l'abuso di informazioni privilegiate e una nuova figura di aggiotaggio) sia su quella delle società quotate, integrandone gli obblighi di trasparenza nei confronti del mercato (v. il regolamento attuativo degli artt. 6 e 7, l. n. 157/1991, approvato con delibera CONSOB n. 5553/14 novembre 1991)[278]. Sotto tale ultimo aspetto è prescritta la diffusione delle informazioni *price sensitive* (indicate, non tassativamente, dal reg. cit.), sulle quali, peraltro, non è previsto un controllo preventivo della CONSOB. Al meccanismo tradizionale (comunicazione alla CONSOB-verifica dell'informazione-pubblicazione della stessa) è affiancato un meccanismo diverso (comunicazione contestuale alla CONSOB e al mercato delle informazioni *price sensitive*).

L'approvazione della legge sull'*insider trading* muta l'approccio della vigilanza della CONSOB sui mercati e sugli intermediari che in esso operano, approccio che si concentra ora sui singoli

[276] In sintesi: la disciplina sull'*insider trading* qualifica valori mobiliari i titoli quotati in borsa e nel mercato ristretto, quella sulle OPS e le OPV del 1992 i titoli con diritto di voto, quella sulle OPA i titoli quotati con diritto di voto.

[277] La proposta di direttiva sull'*insider trading* è presentata dalla Commissione al Consiglio nel maggio 1987 e poi modificata nel corso del 1988. Sull'iter della proposta, cfr. CONSOB, *Relazione 1987*, pp. 138 s. e *Relazione 1988*, pp. 162 s. Sulla descrizione del fenomeno dell'*insider trading*, cfr. CONSOB, *Relazione 1988*, pp. 35 ss.

[278] Cfr. CONSOB, «Bollettino», ed. speciale, n. 1, 26 marzo 1992.

aspetti delle negoziazioni, piuttosto che sul complesso dell'attività del soggetto vigilato[279]. Ma muta anche l'approccio dei controlli sulle società quotate. Infatti,

nel contesto normativo italiano questa attività trovava origine nelle disposizioni della legge n. 216/74 e del d.p.r. n. 138/75. Il legislatore del 1974 aveva però collegato la diffusione di dati e notizie necessari per l'informazione del pubblico da parte delle società quotate ad un intervento discrezionale della Consob, e non aveva fatto alcun cenno al legame che la qualità e la tempestività delle notizie potevano esercitare sull'andamento dei titoli quotati. Con l'approvazione della legge n. 157/91, che disciplina l'*insider trading*, e la redazione da parte della Consob del relativo regolamento di attuazione, si è realizzato un considerevole progresso. È stato infatti previsto un obbligo specifico di diffusione relativo a fatti espressamente circostanziati, collegato alla potenzialità di influenzare il prezzo dei valori mobiliari quotati, e si sono individuati nel pubblico e nel mercato i destinatari della diffusione[280].

In tali ipotesi, l'utilizzo degli strumenti tradizionali di vigilanza sul mercato perde di significato e ai tipici provvedimenti di sospensione del titolo dalla negoziazione si sostituiscono un attento monitoraggio dell'andamento dei corsi dei titoli e un vaglio attento e tempestivo delle informazioni in grado di influenzarli[281].

[279] Cfr. CONSOB, *Relazione 1992*, p. 31, laddove si precisa che «l'esercizio dei poteri di controllo che l'ordinamento ha riservato alla Consob, non solo con riferimento alla correttezza e trasparenza di comportamento degli intermediari, ma anche alla regolarità delle negoziazioni eseguite e, non ultima, alla repressione dei fenomeni di insider trading e di manipolazione dei corsi, hanno richiesto l'abbandono delle tecniche tradizionalmente utilizzate per la vigilanza in altre materie. Lo svolgimento dei nuovi compiti impone, infatti, alla Commissione di abbandonare i modelli di analisi basati su rilevazioni contabili aggregate concernenti l'intero spettro delle attività esercitate dall'intermediario, per concentrarsi sui singoli aspetti delle singole operazioni – l'oggetto, le quantità, il prezzo, l'ora di esecuzione, le commissioni applicate – da confrontare poi con gli andamenti complessivi del mercato e la diffusione delle notizie societarie, nel caso dell'insider, e con le qualità intrinseche del singolo investitore – qualificato, non qualificato – nel caso delle regole di condotta».

[280] CONSOB, *Relazione 1993*, p. 22.

[281] Ivi, pp. 22 s., laddove in particolare viene chiarito che «la decisione di applicare in questi casi le misure previste per la gestione delle situazioni di incomple-

I poteri conferiti alla CONSOB sono, in ogni caso, sensibilmente accresciuti, in quanto quest'ultima, al fine di verificare eventuali violazioni della normativa sull'*insider trading* per poi trasmettere all'autorità giudiziaria una relazione motivata, può sia utilizzare i poteri previsti dall'art. 1/3, l. n. 216/1974, nei confronti di tutti i soggetti coinvolti in operazioni di *insider trading* o di manipolazione del mercato (e cioè dei soggetti di cui agli artt. 2 e 5 della l. n. 157/1991 e degli intermediari coinvolti nelle operazioni), al fine di ottenere le informazioni necessarie, sia avvalersi della collaborazione di altre pubbliche amministrazioni[282].

4.2. *Gli interventi sulla disciplina delle società quotate: le partecipazioni rilevanti e le modifiche alla disciplina delle società di revisione*

In materia di partecipazioni rilevanti in una società quotata sono introdotte nuove disposizioni dal d.lgs. n. 90/1992, attuati-

tezza informativa, sospendendo le contrattazioni, sarebbe fuorviante e dannosa, perché andrebbe a colpire maggiormente – rendendo impossibile ogni smobilizzo delle posizioni assunte sui titoli in questione – proprio quell'insieme di piccoli risparmiatori che si intenderebbe tutelare in quanto potenzialmente meno informati. La sospensione delle contrattazioni ha infatti un senso se è funzionale a consentire una ricostruzione tempestiva ed omogenea del quadro informativo, in modo da ristabilire le condizioni di parità informativa che devono caratterizzare il regolare andamento del mercato azionario. Quanto detto assume poi un carattere ancora più rilevante se i titoli interessati dagli eventi in corso di evoluzione sono negoziati su piazze estere (cui possono accedere solo i grandi investitori) su cui il potere di sospensione della Consob è oggettivamente limitato. Gli strumenti che in presenza di simili eventi vengono attivati consistono pertanto in un attento monitoraggio dell'evoluzione degli scambi (che, per i titoli negoziati sul sistema telematico, è agevolata da procedure informatiche appositamente predisposte), in un impegno con gli emittenti affinché in occasione di ogni nuova informazione in grado di influenzare la situazione, la Consob sia contattata al fine di stabilirne modalità e tempi di diffusione e nell'adozione di misure preventive nell'imminenza di annunci di importanti mutamenti del quadro informativo, con sospensioni temporanee opportunamente graduate, finalizzate a impedire il prevalere di condizioni di asimmetria informativa ed a concedere agli operatori una breve pausa di riflessione».

[282] In merito ai poteri di indagine la CONSOB auspica che gli stessi possano essere adeguati e integrati «da alcuni strumenti aggiuntivi, che consentano, ad es., di richiedere i tabulati delle chiamate alle compagnie telefoniche»; altre proposte di modifica dell'impianto normativo sono individuate nella previsione di sanzioni amministrative pecuniarie in aggiunta e/o in sostituzione di quelle penali: per tali aspetti cfr. CONSOB, *Relazione 1996*, pp. 93 s.

vo della dir. 88/627/CEE. In particolare, per quanto attiene alla tempestività e diffusione dell'informazione, la nuova disciplina prevede che il superamento delle soglie rilevanti (del 10, 20, 33, 50 e 75%) del capitale di una società quotata deve essere comunicato entro due giorni alla CONSOB e alla società partecipata e, entro lo stesso termine, da quest'ultima al mercato. Nei medesimi termini deve essere resa nota la riduzione della partecipazione sotto le soglie rilevanti[283]. L'obbligo di comunicare il superamento delle soglie anche alla Banca d'Italia viene meno, per i soggetti diversi dalle banche, a seguito dell'entrata in vigore del d.lgs. n. 481/1992 (art. 19).

Il recepimento della direttiva sul controllo legale dei conti (dir. 84/253/CE) avvenuto con d.lgs. n. 88/1992 comporta la modifica di alcune disposizioni del d.p.r. n. 136/1975[284]. In particolare, l'art. 16 del decreto di recepimento modifica l'art. 4 del d.p.r. n. 136/1975 per quanto riguarda i requisiti dei firmatari delle relazioni di certificazione, i quali devono essere obbligatoriamente soci o amministratori con rappresentanza iscritti nel registro dei revisori contabili; ciò comporta il venir meno dell'esame d'idoneità in materia di revisione prima indetto dalla CONSOB. Viene anche riformulato (art. 17 del decreto n. 88/1992) l'art. 8 del d.p.r. n. 136/1975 prevedendo, per le società di revisione iscritte nell'albo CONSOB, requisiti analoghi a quelli stabiliti per le società di revisione iscritte nel registro del Ministero di grazia e giustizia. Inoltre è eliminata la disposizione che limitava l'iscrizione nell'albo speciale alle società autorizzate dal Ministero dell'industria ai sensi della l. n. 1939/1966. Quest'ultimo resta, quindi, competente a vigilare sulle società fiduciarie e di revisione che espletano attività di revisione a titolo volontario. È più chiaramente formulata la norma in materia di oggetto sociale, allo scopo di precisare che alle società di revisione è consentito soltanto lo svolgimento delle attività di revisione e organizzazione contabile di aziende, in linea, peraltro, con la precedente posizione adottata dalla CONSOB in sede interpretativa nella citata comunicazione del gennaio 1987. È, infine, modificato il sistema san-

[283] CONSOB, *Relazione 1992*, pp. 180 ss.
[284] CONSOB, *Relazione 1991*, pp. 213 ss., e *Relazione 1992*, pp. 215 ss.

zionatorio delle società di revisione prevedendo (nuovo art. 11, d.p.r. n. 136/1975) sanzioni intermedie rispetto alla cancellazione, l'unica in precedenza prevista.

4.3. *L'introduzione di nuove tipologie di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari e le nuove regole sui prospetti informativi, le OPS, le OPV e le OPA*

Numerosi interventi normativi sono volti a completare il quadro degli organismi di investimento collettivi. Si tratta, precisamente: *a)* del d.lgs. n. 83/1992, che novella la l. n. 77/1983, sia in materia di fondi mobiliari aperti, sia in materia di offerta in Italia di quote di OICVM esteri autorizzati; *b)* del d.lgs. n. 84/1992 introduttivo delle SICAV; *c)* del d.lgs. n. 86/1992, che introduce una disciplina autorizzatoria per l'offerta in Italia di quote di OICVM non autorizzati; *d)* della l. n. 344/1993 sui fondi mobiliari chiusi; *e)* della l. n. 86/1994 sui fondi immobiliari chiusi; *f)* del d.lgs. n. 124/1993 sui fondi pensione[285].

La necessità di interventi normativi specifici per l'istituzione di ciascun investitore collettivo trova ragione nell'esclusività dell'oggetto sociale delle società di gestione di fondi comuni di investimento mobiliare aperti. In altri termini, per consentire nuove forme di gestione in monte si rendono necessarie apposite leggi, che contribuiscono, a loro volta, a creare un nesso inscindibile tra tipo di gestore e tipo di prodotto. Tale modello sarà superato soltanto con il testo unico della finanza del 1998.

In materia di prospetto di sollecitazione è data attuazione alla dir. 89/298/CEE. A ciò provvede il d.lgs. n. 85/1992, anche se talune disposizioni della direttiva, non richiedendo alcuna modifica delle norme primarie vigenti, erano state già trasposte nell'ordinamento italiano con l'adozione del regolamento sulla sollecitazione del 1989. Le nuove norme primarie prevedono, oltre al riconoscimento reciproco dei prospetti informativi già sottoposti al vaglio di un'altra autorità competente di un paese della

[285] Sulla regolamentazione concernente i fondi mobiliari chiusi e immobiliari chiusi, cfr. CONSOB, *Relazione 1994*, p. 3.

CEE: l'obbligo della certificazione dell'ultimo bilancio approvato dell'emittente i titoli oggetto della sollecitazione; l'obbligo di pubblicare un supplemento di prospetto per ogni variazione informativa idonea a influenzare la valutazione dei valori mobiliari; una disciplina organica degli annunci pubblicitari concernenti i titoli oggetto dell'offerta[286].

La previsione con l. n. 43/1994 di un nuovo strumento, le cambiali finanziarie, che consente alle imprese di soddisfare più facilmente le proprie esigenze di finanziamento a breve termine, attraverso il diretto ricorso al mercato, e la configurazione dello stesso quale valore mobiliare impongono alla CONSOB di prevedere un'apposita disciplina del relativo prospetto informativo[287].

La l. n. 149/1992 introduce due regimi speciali aggiuntivi rispetto alla normativa generale sulla sollecitazione. Con riguardo alle OPS e OPV, il regime speciale è limitato alle offerte di titoli con diritto di voto, quotati o meno, mentre, con riguardo alle OPA, detto regime riguarda le offerte di titoli con diritto di voto quotati in borsa o nel mercato ristretto.

La specialità della nuova disciplina rispetto a quella sulla sollecitazione consiste nel primo caso (OPS e OPV) nella previsione – accanto a nuove regole di trasparenza dell'operazione (che semplicemente sostituiscono quelle generali ex art. 1/18, l. n. 216/1974) – di regole riguardanti lo svolgimento dell'offerta, prima fra tutte la regola del riparto proporzionale[288].

Più complesso il discorso sull'OPA. Rispetto al regime previgente, la l. n. 149/1992[289] – oltre a introdurre nuove disposizioni

[286] CONSOB, *Relazione 1991*, pp. 178 ss.

[287] Cfr. comunicazione CONSOB n. 96001368 del 15 febbraio 1996 e CONSOB, *Relazione 1996*, pp. 35 ss.

[288] Per un'analisi della disciplina della sollecitazione del pubblico risparmio aggiornata alla l. n. 149/1992, cfr. C. Rabitti Bedogni, G. Cannizzaro, R. Maviglia, *La sollecitazione del pubblico risparmio*, Milano 1994.

[289] Per un esame della nuova disciplina sulle OPA quale introdotta dalla l. n. 149/1992 cfr., tra gli altri: G. Montalenti, *Le legge italiana sulle offerte pubbliche: prime riflessioni*, in «Giur. comm.», 1992, p. 830; R. Weigmann, *La nuova legislazione italiana sulle offerte pubbliche*, in «BBTC», II, 1992, p. 428; Id., *Le offerte pubbliche di acquisto*, in Colombo, Portale (a cura di), *Trattato delle società per azioni* cit., II/2, p. 428; G.L. Carriero, V. Giglio, *Il problema delle offerte pubbliche di acquisto*, in «Riv. soc.», 1994, p. 457; A. De Blasio, *La legge italiana sull'opa e le normative europee ed USA*, Milano 1994; R. Lener, A.

sulla trasparenza dell'operazione e regole riguardanti il procedimento di offerta – prevede anche un obbligo di OPA principalmente nei casi in cui s'intenda acquisire o si sia già acquisito il controllo di una società quotata. Ne risultano tre gruppi di disposizioni: *a)* un primo sulla trasparenza dell'offerta (obbligo dell'offerente di rendere pubbliche tutte le informazioni necessarie affinché gli azionisti della società bersaglio possano compiere scelte consapevoli di disinvestimento); *b)* un secondo sul procedimento di offerta mirante ad assicurare la leale competizione tra i soggetti in essa coinvolti oltreché, al tempo stesso, la parità di trattamento degli azionisti destinatari dell'offerta medesima; *c)* un terzo sull'obbligo di OPA (art. 10, l. n. 149/1992), finalizzato ad assicurare identiche opportunità economiche a tutti gli azionisti delle società i cui titoli costituiscano oggetto di offerta[290].

Galante, *Offerta pubblica di acquisto*, in *Digesto*, *IV ed.*, *Disc. priv.*, *Sez. Comm.*, X, Torino 1994, p. 314; AA.VV., *Legge 18 febbraio 1992, n. 149. Disciplina delle offerte pubbliche di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio di titoli*, in Alpa, Zatti (a cura di), *Commentario breve al codice civile* cit. (1995), p. 1900; M. Stella Richter jr., *"Trasferimento del controllo" e rapporti tra soci*, Milano 1996; AA.VV., *Disciplina delle offerte pubbliche di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio di titoli, Comm.*, in R. Costi (a cura di), *Le nuove leggi civ. comm.*, Padova 1997, pp. 205 ss.

[290] La disciplina è però farraginosa. In sintesi, l'OPA (con esclusione dell'OPSc) viene imposta (art. 10 l. n. 149/1992) nei casi in cui: *a)* si intenda acquisire (OPA preventiva) o, in deroga al primo obbligo, si sia già acquisito (OPA successiva) il controllo di una società quotata; *b)* si intenda acquisire o sia già acquisito, da parte degli azionisti che ne detengano il cd. «semicontrollo», un ulteriore 2% dei diritti di voto in tale società (OPA incrementale); *c)* si sia acquisito il controllo, sempre di una società quotata, con connessa riduzione del flottante di quest'ultima al di sotto della soglia minima prevista dalla legge (10%) o di quella (più bassa) individuata dalla CONSOB (OPA residuale). Rilevano sia il controllo di diritto sia il controllo di fatto e, nell'ipotesi in cui non sia possibile determinare la soglia di quest'ultimo, la maggioranza relativa in una società quotata. A tal fine il comma 3 dell'art. 10, l. n. 149/1992 «impone alla CONSOB, qualora non siano individuati uno o più azionisti di controllo di una società con azioni quotate in borsa o ammesse alle negoziazioni nel mercato ristretto, di rendere noto, entro trenta giorni dall'approvazione del bilancio annuale o al verificarsi di fatti oggettivamente rilevanti, l'ammontare delle partecipazioni di maggioranza relativa, rapportate al capitale rappresentato da azioni ordinarie. L'individuazione di queste partecipazioni rilevanti ai sensi della norma richiamata è, quindi, ipotesi residuale che presuppone l'insussistenza di azionisti di controllo. Con comunicazione n. 92005381 del 24 luglio 1992 la Commissione, al fine di assicurare la massima trasparenza circa le soglie

Tali nuove disposizioni, come accennato, riguardano, però, le sole offerte aventi a oggetto titoli quotati in borsa (o nel mercato ristretto) con diritto di voto (per il caso dell'OPA obbligatoria: con diritto di voto nell'assemblea ordinaria). Le offerte aventi a oggetto titoli non quotati o quotati, ma privi del diritto di voto, continuano a essere disciplinate dalle sole norme di trasparenza di cui alla l. n. 216/1974, limitate, come pure si è visto, alla trasparenza dell'offerta.

Con riguardo alle regole di comportamento e procedimentali, la diversità di regime appare subito ingiustificata. Di qui l'orientamento CONSOB di estendere alle offerte aventi a oggetto titoli non quotati, o quotati ma privi del diritto di voto, il regime previsto per quelle aventi a oggetto titoli quotati con diritto di voto; tale estensione, però, in quanto resa possibile dall'esercizio di poteri «persuasivi», e non sulla base di un'espressa previsione di legge, sconta il limite dell'inapplicabilità alle offerte *ex lege* n. 216/1974 dell'apparato sanzionatorio contemplato dalla l. n. 149/1992[291].

percentuali oltre le quali sussiste l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto e di garantire la parità d'informazione, ha reso noto, oltre all'ammontare delle partecipazioni di maggioranza relativa, anche l'ammontare delle partecipazioni di controllo – di diritto o di fatto (c.d. influenza dominante) – individuate a seguito di un esame effettuato sui documenti a disposizione», CONSOB, *Relazione 1992*, p. 183. Per una critica del meccanismo delineato dalla l. n. 149/1992 per l'insorgere dell'obbligo di OPA e per la preferenza di una soglia fissa e unica stabilita dalla legge cfr. CONSOB, *Relazione 1994*, p. 24. Più in generale, sulle proposte CONSOB di modifica alla legge sull'OPA, che includono, oltre al meccanismo della soglia fissa, la soppressione dell'OPA incrementale e la sostituzione ad essa di un'OPA totalitaria per acquisti incrementativi compiuti tra la soglia fissa e il 50% del capitale della società bersaglio, la previsione dell'azione di concerto e di un sistema legale di deroghe, cfr. CONSOB, *Relazione 1995*, pp. 34 ss. Sulla disciplina dell'OPA obbligatoria introdotta dalla l. n. 149/1992, oltre ai testi già citati nella nota precedente e concernenti la disciplina introdotta dalla medesima legge, cfr.: F. Palisi, R. Ricci, *L'obbligo di offerta pubblica di acquisto in borsa*, Roma 1993; F. Palisi, *La disciplina italiana delle offerte pubbliche d'acquisto obbligatorie*, in «Quadrimestre», 1994; M. Cusmai, R. D'Ambrosio, *Riflessioni sull'istituto dell'OPA obbligatoria*, in «Riv. dir. comm.», 1995, p. 407; G. Montalenti, *Le offerte pubbliche di acquisto. Le fattispecie obbligatorie*, Milano 1995.

[291] Cfr., con specifico riferimento alle nuove norme sull'OPA, CONSOB, *Relazione 1992*, p. 104, laddove si precisa, da un lato, che «non risultano [...] applicabili nei confronti delle offerte pubbliche aventi ad oggetto l'acquisto o

Per quanto riguarda l'obbligo di OPA, l'attività della CONSOB è volta a meglio delineare i confini della fattispecie, per evitare elusioni dell'obbligo stesso, come nel caso della nozione del «disegno unitario»[292], del concerto[293] o di acquisti indiretti del controllo di una società quotata per il tramite dell'acquisto della controllante non quotata[294], o, al contrario, per evitare che esso «scatti» quando non ne ricorra la *ratio* («salvataggi»)[295].

Integrazioni alla disciplina della sollecitazione sono, inoltre, apportate sia dall'art. 3 del d.lgs. n. 85/1992 sulla pubblicità dei prodotti finanziari e sul riconoscimento reciproco dei prospetti informativi sia dall'art. 6, d.lgs. n. 332/1992, sulla diffusione di notizie, lo svolgimento di indagini di mercato e la raccolta di intenzioni di acquisto o di vendita relative a operazioni di sollecitazione.

Le norme primarie da ultimo citate sulla pubblicità dei prodotti finanziari e sui prospetti unitamente a quelle sulle offerte al pubblico di titoli con diritto di voto, quotati o meno (capo I, l. n. 149/1992), e a quelle sugli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (d.lgs. nn. 83/192, 84/1992 e 85/1992) impongono anche una riedizione delle norme secondarie sulla sollecitazione del pubblico risparmio.

lo scambio di valori mobiliari trattati nei [...] mercati regolamentati, ma non idonei a consentire l'acquisizione di diritti di voto, le disposizioni legislative contemplate dalla legge n. 149/1992», dall'altro che «tuttavia, per l'attuazione di tali offerte, si dovrà fare riferimento alle prescrizioni in esame, ove compatibili, in quanto concernenti unicamente le modalità procedurali di svolgimento dell'offerta stessa».

[292] Cfr. ivi, p. 23, ove la specificazione che si ha disegno unitario in caso di acquisto frazionato da parte sia di più controllate da un unico soggetto sia di un soggetto e di una o più controllate.

[293] Cfr. ivi, pp. 23 e 183 s.

[294] A tal fine occorre che l'attivo patrimoniale della controllante (finanziaria) non quotata sia sostanzialmente rappresentato dalla partecipazione nella controllata (operativa) quotata; la previsione dell'obbligo di OPA risponde in tal caso a finalità antielusive, che invece non sussistono nel caso in cui la controllante (finanziaria) sia anch'essa quotata: cfr. ivi, pp. 23 e 207. Tale disparità di trattamento verrà, come vedremo, superata dal testo unico della finanza, che prevederà l'OPA c.d. «a cascata» in entrambi i casi.

[295] Sull'esenzione dall'obbligo di OPA delle operazioni finalizzate al salvataggio della società, cfr. CONSOB, *Relazione 1995*, pp. 33-34. Cfr., in generale, CONSOB, *Orientamenti interpretativi e criteri applicativi della legge OPA*, in «Bollettino», ed. speciale, n. 5, 1997.

Sono così emanati:

a) con delibera CONSOB n. 6243 del 3 giugno 1992, un regolamento sulle operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio ex art. 1/18, l. n. 216/1974, e sul procedimento di offerta pubblica di sottoscrizione e di vendita di cui al capo I della l. n. 149/1992, nonché disposizioni sulle offerte pubbliche di acquisto, di scambio e di acquisto e scambio di cui al capo II della citata l. n. 149/1992;

b) con delibera CONSOB n. 6378 del 28 luglio 1992, disposizioni concernenti gli annunci pubblicitari riguardanti operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio di cui all'art. 3 del d.lgs. n. 85/1992 (art. 1/18-*quinquies*, l. n. 216/1974);

c) con delibera CONSOB n. 6426 del 12 agosto 1992, un regolamento concernente la commercializzazione in Italia di quote di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (di cui ai d.lgs. nn. 83/192, 84/1992 e 85/1992);

d) con delibera CONSOB n. 6430 del 26 agosto 1992, un nuovo regolamento, sostitutivo di quello approvato con la delibera n. 6243/1992 e avente il medesimo oggetto[296].

4.4. *Il testo unico bancario e gli effetti sulla disciplina del mercato mobiliare: il controllo sui flussi finanziari (art. 129 t.u.b.) e il raccordo tra disciplina bancaria e disciplina del mercato mobiliare*

Riflessi sulla disciplina del mercato mobiliare hanno anche il decreto legislativo di recepimento della seconda direttiva in materia bancaria prima (d.lgs. n. 481/1992) e il testo unico bancario poi (d.lgs. n. 385/1993, d'ora in poi anche t.u.b.). Le disposizioni del primo decreto sono, però, subito inglobate nel t.u.b. Si considerano, perciò, di seguito i soli effetti di quest'ultimo sulla disciplina del mercato mobiliare.

Il t.u.b. detta, innanzitutto, una nuova, organica, disciplina del controllo sui flussi finanziari, ricomponendo in un quadro normativo unitario le previgenti disposizioni, che vengono tut-

[296] Su tutte tali disposizioni, cfr. in dettaglio CONSOB, *Relazione 1992*, pp. 185 ss.

te contestualmente abrogate (art. 129)[297], e coordina la disciplina del settore creditizio con quella prevista per i vari settori del mercato mobiliare (art. 160).

In particolare, la norma di cui all'art. 129 del t.u.b. s'ispira alla necessità di salvaguardare la stabilità a breve del mercato primario dei titoli di debito. È una norma «semaforo»: consente alla Banca d'Italia di concedere (o negare) l'accesso al mercato primario a quelle emissioni che il mercato è capace (o non è capace) di assorbire. Come vedremo, con le modifiche apportate a tale norma dal d.lgs. n. 415/1996 alla finalità di salvaguardare la stabilità a breve del mercato si affiancherà quella di preservarne

[297] Si tratta precisamente: degli artt. 2, u.c., e 45, l.b. del 1936, che assoggettano ad autorizzazione della Banca d'Italia le emissioni di azioni, di obbligazioni e di ogni altro valore mobiliare già quotati o di cui sia richiesta l'ammissione a quotazione o, comunque, da collocare tramite le banche; dell'art. 44, l.b. del 1936, che sottopone ad autorizzazione della Banca d'Italia gli aumenti di capitale e l'emissione di obbligazioni degli istituti di credito; dell'art. 11, l. n. 77/1983, che prevede l'obbligo di comunicare alla Banca d'Italia le emissioni di valori mobiliari e le offerte in Italia di valori mobiliari esteri, non assoggettate ad altri controlli; dell'art. 21, l. n. 281/1985, che assoggetta ad autorizzazione del ministro del Tesoro, sentita la Banca d'Italia, la costituzione di società per azioni (e in accomandita per azioni) con capitale superiore a 10 miliardi, nonché gli aumenti di capitale non gratuiti e le emissioni di obbligazioni delle stesse superiori a tale importo. Il t.u.b., come già detto, abroga tali disposizioni (art. 161, comma 1) e detta una nuova, organica, disciplina della materia (art. 129). L'art. 129 prevede un obbligo di comunicazione alla Banca d'Italia, da parte di qualsiasi interessato, delle emissioni di valori mobiliari e delle offerte in Italia di valori mobiliari esteri, di ammontare eccedente i dieci miliardi di lire o il maggior limite dalla stessa stabilito (comma 1); sono incluse nell'obbligo anche le operazioni, deliberate o da effettuarsi in più riprese, che superino, nell'arco dei dodici mesi, la soglia indicata (comma 2). Escluse dall'obbligo sono, tra l'altro, le operazioni aventi a oggetto i titoli azionari (comma 5). Di altre operazioni ancora la legge (comma 5) prevede che possano essere dalla Banca d'Italia sottratte a quest'ultimo, o assoggettate a una procedura semplificata di comunicazione. Nella comunicazione devono essere indicate quantità e caratteristiche dei valori mobiliari offerti, nonché modalità e termini per lo svolgimento dell'operazione; entro quindici giorni la Banca d'Italia può chiedere informazioni integrative (comma 3); entro venti (decorrenti dalla comunicazione o dalla richiesta di informazioni integrative) può differire o vietare l'esecuzione dell'operazione; decorso detto termine nell'inerzia della Banca d'Italia, l'operazione può essere liberamente effettuata (comma 4). Per la sussunzione dei poteri attribuiti dall'art. 129 alla Banca d'Italia nell'ambito di quelli di vigilanza, cfr. Consiglio di Stato, sez. VI, 5 giugno 1998, n. 936.

anche la competitività, dando così ingresso, nell'ambito dei controlli sul mercato primario, a un vaglio delle caratteristiche dei valori mobiliari atipici, ai fini di un eventuale divieto delle relative operazioni di emissione e/o di primo collocamento.

Sulla raccolta del risparmio di debito incide poi anche l'art. 11 del t.u.b., che ha a oggetto sia la protezione della riserva della funzione monetaria delle banche (divieto di raccolta a breve o comunque connessa all'emissione o alla gestione di mezzi di pagamento a spendibilità generalizzata) e la tutela dell'attività bancaria (limiti alla raccolta delle società finanziarie) sia, per quanto qui maggiormente rileva, la tutela dei risparmiatori, stabilendo limiti, sostanzialmente patrimoniali, alla raccolta delle imprese in genere[298].

Entrambe le norme citate – l'art. 129 e l'art 11 del t.u.b. – vanno a integrare (nella misura in cui sono applicabili anche alle offerte al pubblico di valori mobiliari) il plesso normativo relativo alla sollecitazione del pubblico risparmio, delineando un regime speciale aggiuntivo per le offerte di titoli di debito, assoggettate a monte a un vaglio che investe le caratteristiche dei titoli e i limiti all'emissione.

L'art. 160 del t.u.b., nel lasciar ferme le norme sulla sollecitazione del pubblico risparmio, conferma l'esenzione della raccolta bancaria dalla disciplina di trasparenza dalle prime dettata, già prevista dall'art. 12, comma 3, l. n. 77/1983.

Il citato articolo del t.u.b. fa salve anche le norme sulla quotazione nei mercati regolamentati, confermando così anche le esenzioni già previste per le banche con soli titoli di debito quotati dall'art. 12, commi 2, della l. n. 77/1983.

[298] L'art. 11 del t.u.b. trae origine dall'art. 3 della seconda direttiva banche (ora art. 3, dir. 2006/48/CE). Quest'ultimo dispone che «gli Stati membri vietano alle persone o imprese che non sono enti creditizi di effettuare, a titolo professionale, l'attività di raccolta di depositi o altri fondi rimborsabili, dal pubblico», e che «il divieto non si applica [...] ai casi espressamente previsti da una legislazione nazionale o comunitaria, purché tali attività siano soggette a regolamentazione e a controlli diretti a proteggere depositanti e investitori e applicabili a questi casi». La norma comunitaria non fa, in verità, necessario riferimento a una protezione patrimoniale dei risparmiatori. Ciò è comprovato dalle legislazioni di altri Stati membri che, mentre non prevedono limiti patrimoniali all'emissione di obbligazioni, subordinano invece dette emissioni (ove avvengano tramite tecniche di offerta al pubblico) a norme di sola trasparenza.

Inoltre, per quanto attiene alla disciplina dell'intermediazione mobiliare, l'articolo citato mantiene ferme le disposizioni della l. n. 1/1991, con la conseguenza che: *a)* resta ferma la riserva anche per le banche dell'attività d'intermediazione; *b)* le banche esercitano tale attività nel rispetto delle norme di cui alla citata legge, come, d'altronde, già desumibile dall'art. 10, comma 3, del t.u.b.

La possibilità per le banche comunitarie ed extracomunitarie autorizzate (come pure per le finanziarie comunitarie di matrice bancaria) di esercitare le attività d'intermediazione mobiliare, possibilità introdotta dal d.lgs. n. 481/1992 e confermata dal t.u.b., rappresenta una deroga alla previsione generale contenuta nella legge sulle SIM che richiede invece, a tal fine, il requisito della sede legale in Italia. La necessità di tale requisito viene perciò ribadita dalla CONSOB per tutti gli altri casi[299], ma la regola generale, come vedremo tra breve, è contraria al diritto di stabilimento e di libera prestazione dei servizi e verrà censurata dalla Corte di giustizia.

La norma di raccordo contenuta nell'art. 160 del t.u.b. non risolve, però, tutti i problemi: resta, infatti, aperto quello delle norme di trasparenza applicabili alle banche che svolgano attività d'intermediazione mobiliare. Le norme di trasparenza dettate dal t.u.b. (come già quelle contenute nella legge sulla trasparenza bancaria del 1992) si applicano alle attività svolte dalle banche senza distinzione alcuna, ma le banche sono assoggettate anche, per l'attività d'intermediazione, alla disciplina contenuta nella l. n. 1/1991. Una lettura sistematica delle norme del t.u.b. e della l. n. 1/1991 avrebbe, invero, dovuto far propendere (come, d'altronde, già ritenuto nel vigore della citata l. n. 154/1992) per l'applicazione delle norme di quest'ultima legge, ma il problema verrà espressamente risolto solo dall'art. 23 del testo unico sull'intermediazione finanziaria del 1998, che escluderà l'applicazione delle norme di trasparenza dettate dal t.u.b. all'offerta da parte delle banche di servizi di investimento.

[299] CONSOB, *Relazione 1993*, p. 61.

4.5. *La disciplina delle privatizzazioni e l'autofinanziamento della CONSOB*

Destinati a incidere sullo sviluppo del mercato mobiliare, sebbene non direttamente afferenti la disciplina di esso, sono, inoltre, gli interventi normativi in materia di privatizzazione degli enti pubblici economici (d.l. n. 333/1992, convertito nella l. n. 359/1992, sulla privatizzazione dell'ENEL, ENI, IRI e INA, e d.l. n. 332/1994, convertito nella l. n. 474/1994, sull'alienazione delle partecipazioni degli enti pubblici privatizzati). In particolare l'art. 1, d.l. n. 332/1994, stabilisce che l'alienazione delle partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici in società per azioni avviene, di norma, mediante offerta pubblica di vendita ai sensi della l. n. 149/1992[300].

Le privatizzazioni pongono anche problemi di *governance* delle società privatizzate, onde evitare che, in società ad azionariato altamente frammentato, un gran numero di voti vada disperso, lasciando così eccessivi margini di discrezionalità agli amministratori e delegando il potere esclusivamente a pochi azionisti organizzati. Ci si pone, perciò, in questi anni il problema di consentire una maggiore partecipazione degli azionisti in assemblea, auspicando una modifica della disciplina delle deleghe o prevedendo nuove forme di esercizio del voto (voto per corrispondenza) o ancora favorendo l'esercizio del voto da parte di intermediari finanziari indipendenti (fondi d'investimento, fondi pensione, SICAV)[301].

Sono questi gli anni in cui la CONSOB incomincia a porsi il problema di una più equilibrata articolazione dei poteri e delle responsabilità di tutti i soggetti coinvolti nella vita societaria, primi fra tutti i sindaci e le società di revisione[302]. Per una prima articolata disciplina della *governance* delle società quotate bisognerà però attendere il testo unico della finanza del 1998.

Infine, l'art. 40, l. n. 724/1994, istituisce un sistema di finan-

[300] CONSOB, *Relazione 1992*, pp. 24 ss.

[301] Cfr. per tali profili CONSOB, *Relazione 1993*, pp. 18 s., e *Relazione 1994*, p. 28.

[302] CONSOB, *Relazione 1995*, pp. 14 ss.

ziamento della CONSOB sulla base dei corrispettivi versati dagli utenti per i servizi resi dall'ente, quali la tenuta degli albi, i compiti di vigilanza, l'accesso alle informazioni organizzate in sistemi da esso gestiti. «Il reperimento di fonti autonome di finanziamento sottrae l'Autorità al vaglio esclusivo dei controlli statali e la espone a quelli del mercato. La responsabilità della Commissione ne esce rafforzata»[303]. Si pone perciò il problema di ricercare nuovi equilibri istituzionali che meglio garantiscano l'indipendenza dell'ente. Il primo esercizio di applicazione del principio dell'autofinanziamento è il 1995.

Il 1994 è anche il ventennale della legge istitutiva della CONSOB. È l'occasione per fare il punto sull'evoluzione della natura e delle funzioni dell'ente: da organo dello Stato, deputato al controllo delle borse e degli emittenti in esse quotati, la CONSOB diventa autorità indipendente, alla quale sono attribuiti ampi poteri sugli intermediari e sul mercato mobiliare nel suo complesso[304].

[303] Ivi, p. 24. Con delibere n. 9423 e n. 9424 del 1995 la CONSOB individua le tipologie delle contribuzioni dovute (corrispettivi istruttori e corrispettivi per la partecipazione a esami, contributi di vigilanza e contributi sulle negoziazioni), i soggetti tenuti alla corresponsione e la misura delle contribuzioni stesse.

[304] Si vedano, a tal proposito, le osservazioni svolte dal professor Cassese nella relazione dal titolo *La Consob e i poteri indipendenti*, tenuta in occasione della *Celebrazione del ventennale della legge istitutiva, 7 giugno 1974-7 giugno 1994*, Roma, giugno 1994.

VI.
IL RECEPIMENTO DELLA DIRETTIVA SUI SERVIZI D'INVESTIMENTO E L'ARCHITETTURA UNITARIA DELLA DISCIPLINA DEL MERCATO MOBILIARE

1. *Il d.lgs. n. 415/1996 (c.d. Eurosim) e l'accesso al mercato italiano delle società d'investimento comunitarie*

1.1. *Le disposizioni della legge SIM incompatibili con il diritto comunitario e l'adeguamento del diritto interno*

Profonde implicazioni nel settore dell'intermediazione mobiliare si ricollegano all'adozione della dir. 93/22/CEE, relativa ai servizi d'investimento nel settore dei valori mobiliari[305]. Molte disposizioni della l. n. 1/1991 sulle SIM appaiono, infatti, subito incompatibili con il dettato delle disposizioni comunitarie.

Incompatibile, prima ancora che con la direttiva citata, con le disposizioni di cui agli artt. 52 e 59 del Trattato – in tema, rispettivamente, di libertà di stabilimento e di prestazione di servizi – è ritenuta dalla Corte di giustizia CE la riserva, in capo alle SIM con sede legale in Italia, delle attività di intermediazione mobiliare, quale risultante dal combinato disposto degli artt. 2 e 3, l. n. 1/1991 (sentenza del 6 giugno 1996).

Incompatibile con la direttiva è poi anche l'art. 16, comma 1, l. n. 1/1991, in virtù del quale alle banche è preclusa l'attività di negoziazione di valori mobiliari quotati in borsa o nel mercato ristretto, diversi dai titoli di Stato o garantiti dallo Stato.

Un primo, provvisorio, adeguamento dell'ordinamento interno a quello comunitario si ha (nel maggio 1996) con alcuni provvedimenti delle autorità di vigilanza i quali precisano che le imprese d'investimento, autorizzate in altro paese UE in conformità alla direttiva citata, possono prestare in Italia servizi di investimento nel rispetto di talune disposizioni sia della legge SIM sia dei regolamenti della stessa attuativi.

Una definitiva soluzione di tali problemi si realizza, però, solo con il d.lgs. n. 415 del 23 luglio 1996 (cd. «decreto Eurosim», attuativo dell'art. 21 della legge di delega 6 febbraio 1996, n. 52)[306].

[305] Sui lavori per l'approvazione della direttiva, cfr. CONSOB, *Relazione 1992*, pp. 167-170; sui lavori per il recepimento della direttiva, sulla legge di delega e il relativo decreto legislativo, cfr. la *Relazione 1994*, pp. 35-37, e la *Relazione 1995*, pp. 19 ss.

[306] Sulla disciplina introdotta dal d.lgs. n. 415/1996 ci si limita a richiamare le opere principali che offrono un commento sistematico alle nuove disposizio-

L'art. 14 di tale decreto prevede, infatti, che le società di investimento comunitarie (quelle, cioè, «autorizzate a svolgere servizi di investimento, aventi sede legale e direzione generale in un medesimo Stato appartenente all'Unione Europea, diverso dall'Italia» - art. 1, comma 5, lett. *d*, del decreto stesso) possono stabilire succursali ed esercitare i servizi ammessi al mutuo riconoscimento nel territorio della Repubblica. La possibilità per le banche di svolgere anche l'attività di negoziazione è ormai positivamente sancita dall'art. 2.

1.2. *Le modifiche alla disciplina dell'intermediazione e all'art. 129 del t.u.b.: l'accesso al mercato e il parametro discrezionale della sana e prudente gestione, i servizi d'investimento, la disciplina delle crisi*

L'accesso al mercato delle imprese d'investimento è subordinato, non più all'accertamento di parametri rigidi, quali quelli indicati dall'art. 3 della l. n. 1/1991, ma alla verifica, discrezionale, che risulti garantita la sana e prudente gestione dell'intermediario[307]; è questo un criterio di origine comunitaria, già introdotto per le banche dal d.lgs. n. 481/1992 e poi confermato dal t.u.b.

La rilevanza del nuovo parametro emerge in tutta la sua evidenza, ove si consideri l'ampiezza della nozione di sana e prudente gestione. Quest'ultima non si esaurisce nell'accertamento dei requisiti di capitale della società, di professionalità e onorabilità dei suoi esponenti e di onorabilità dei soci di controllo, prima richiesti per l'iscrizione all'albo, ma investe qualsiasi elemento che possa inquinare le finalità lecite dell'impresa e la corretta gestione dei rischi cui essa va incontro in ragione dell'attività autorizzata.

ni; tra di esse cfr.: F. Capriglione (a cura di), *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, Padova 1997; G. Campobasso (a cura di), *L'Eurosim*, Milano 1997. Un'ampia e articolata panoramica della disciplina del mercato mobiliare, fino al decreto Eurosim incluso, si rinviene in F. Carbonetti, F. Chiappetta (a cura di), *Codice del mercato finanziario*, Milano 1997, II ed.

[307] Sull'importanza del nuovo parametro della sana e prudente gestione e della conseguente valutazione discrezionale in sede di autorizzazione allo svolgimento dei servizi d'investimento, cfr. CONSOB, *Relazione 1996*, p. 11.

È un vistoso accrescimento dei poteri delle autorità di vigilanza, non più vincolate, nel vagliare l'accesso degli intermediari al mercato, ai rigidi criteri prima previsti dalla l. n. 1/1991.

Le regole generali cui sono sottoposti i servizi di investimento conoscono alcune modifiche importanti rispetto all'impianto delineato dalla legge sulle SIM.

Non è questa la sede per analizzare in dettaglio ciascuna di tali modifiche, ma non può sottacersi l'estensione (cfr. l'art. 8, comma 1, lett. *f*, l. n. 1/1991 e l'art. 19, d.lgs. n. 415/1996) del principio di separazione patrimoniale dalla sola gestione di patrimoni mobiliari a tutti i servizi di investimento e dal solo patrimonio dei clienti rispetto a quello della SIM ai patrimoni dei singoli clienti tra loro.

Come pure non può sottacersi il nesso instaurato dall'art. 17 del d.lgs. n. 415/1996 tra il rispetto da parte dell'intermediario degli obblighi di diligenza, correttezza e buona fede, da un lato, e la tutela, non soltanto dell'interesse del cliente, come già previsto dall'art. 6, l. n. 1/1991, ma anche dell'integrità del mercato, dall'altro. Nesso che testimonia l'emersione, a livello di disciplina privatistica del contratto d'investimento, di un interesse pubblico che finisce con l'incidere sulla stessa causa del contratto.

La copiosa casistica giurisprudenziale sulla violazione, da parte delle SIM, dei doveri d'informazione dei clienti e di corretta esecuzione del contratto d'intermediazione resterà, tuttavia, confinata all'alternativa tra inadempimento del contratto e nullità virtuale, per poi essere risolta nel primo senso dalla Cass. SS.UU. del 19 dicembre 2007, n. 26724, che, però, giova precisare, ha a oggetto fatti posti in essere nel vigore della l. n. 1/1991[308].

Il d.lgs. n. 415/1996 comporta poi anche alcune importanti modifiche alla disciplina delle attività d'intermediazione, che diventano ora, nella nuova terminologia adottata dal decreto, servizi d'investimento. Il decreto rimette al ministro del Tesoro il compito di delineare l'ambito dell'attività svolta nei confronti del pubblico e perciò riservata (il ministro vi provvederà con d.m. n. 329/1997).

[308] La Cassazione reputa, invece, nullo il contratto stipulato da un intermediario non autorizzato: cfr., con riguardo ai contratti di *swap*, Cass. civ., sez. I, n. 5052 del 5 aprile 2001, n. 3753 del 15 marzo 2001 e n. 3272 del 7 marzo 2001.

Innanzitutto, è introdotta la nozione di strumento finanziario quale oggetto dei servizi di investimento. Tale nozione sostituisce quella di valore mobiliare adoperata dalla legge sulle SIM ai fini dell'applicazione della disciplina dell'intermediazione, anche se poi tende a coincidere con quest'ultima.

La vendita a domicilio è esclusa dal novero dei servizi d'investimento, mentre quella di consulenza diventa attività accessoria a questi ultimi. Nell'espungere la vendita fuori sede da tali servizi, il decreto Eurosim delinea, però, una fattispecie suscettibile di combinarsi sia con quella della sollecitazione, ove avente a oggetto strumenti finanziari, sia con quella dei servizi di investimento, ove avente a oggetto i servizi stessi.

Importanti novità riguardano la gestione di patrimoni mobiliari.

Come accennato, per la l. n. 1/1991, la distinzione tra attività di gestione delle SIM e delle banche da un lato e delle società fiduciarie iscritte nell'elenco speciale dell'albo SIM dall'altro consiste nel fatto che nel primo caso la gestione è in nome e per conto del cliente e nel secondo in nome proprio e per conto del cliente. Il decreto Eurosim consente la gestione in nome proprio e per conto del cliente a tutti gli intermediari, mentre solo alle fiduciarie è consentita l'intestazione fiduciaria. È quest'ultima che resta oggetto di una riserva specifica di attività: riserva in via esclusiva sia sotto il profilo oggettivo, nel senso che alle fiduciarie-SIM non è consentito svolgere altre attività di investimento in strumenti finanziari diverse dalla gestione con intestazione fiduciaria, sia sotto il profilo oggettivo, nel senso che alle banche e alle società di investimento non è consentita l'attività di gestione in abbinamento alla tecnica dell'intestazione fiduciaria.

Quanto alla disciplina dell'attività di negoziazione, l'introduzione del principio di concentrazione è rimesso all'apprezzamento delle autorità di controllo; la normativa secondaria adottata dalla CONSOB conferma, però, l'orientamento già espresso nella legge sulle SIM (art. 11) e favorevole al mantenimento dell'obbligo di concentrazione[309].

[309] In attuazione dell'art. 21, comma 2, del decreto Eurosim la CONSOB adotta il 10 dicembre 1996 un regolamento con il quale sono fissati gli ob-

Differenze rispetto alla disciplina della legge sulle SIM emergono anche con riguardo ai criteri di riparto dei compiti di vigilanza: criterio funzionale e soggettivo al tempo stesso nel vigore della l. n. 1/1991, criterio funzionale nel decreto Eurosim, ma con maggiori difficoltà d'individuazione e separazione delle singole materie di competenza di ciascuna autorità.

Nel delineare il riparto di competenze tra la CONSOB e la Banca d'Italia, il d.lgs. n. 415/1996 indica puntualmente, all'art. 4, le finalità microeconomiche della vigilanza: trasparenza e correttezza dei comportamenti da un lato, sana e prudente gestione dei soggetti vigilati dall'altro; ma indica anche, nello stesso articolo, le finalità macroeconomiche che entrambe le autorità devono perseguire: la tutela degli investitori, la stabilità, la competitività e il buon funzionamento del mercato finanziario. L'indicazione di finalità macro oltreché microeconomiche, già previste dal t.u.b. del 1993, troverà, alla fine del 2010, un ben più pregnante seguito nella previsione, a livello comunitario, della vigilanza c.d. macroprudenziale.

Al fallimento e al commissariamento delle SIM è sostituita una disciplina, modellata su quella delle banche, e incentrata su un complesso sistema di provvedimenti cautelari e di misure anticrisi (amministrazione straordinaria e liquidazione coatta am-

blighi di concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati. «Si è ritenuto, infatti – precisa la CONSOB nella *Relazione 1996*, p. 79 – che, in attesa del completamento del processo che porterà alla trasformazione degli attuali mercati regolamentati, l'obbligo di concentrazione degli scambi possa concorrere ad assicurare la trasparenza delle transazioni, l'integrità dei mercati e la significatività dei prezzi degli strumenti. Nel regolamento sono previste una serie di deroghe all'obbligo generale della concentrazione, in linea con quanto previsto dalla dir. 93/22/CEE. Le negoziazioni di strumenti finanziari quotati possono, infatti, essere eseguite anche al di fuori dei mercati regolamentati (art. 4) a condizione che l'intermediario sia stato preventivamente autorizzato dal cliente e che l'esecuzione delle negoziazioni "fuori borsa" consenta di realizzare un migliore prezzo per il cliente (*best execution*). In caso di ordine telefonico, l'autorizzazione può essere data oralmente ma, in tal caso, l'intermediario è tenuto a conservarne idonea prova nell'ambito delle proprie procedure. L'autorizzazione ad effettuare le negoziazioni fuori borsa deve essere conferita per ciascuna operazione. L'obbligo di esecuzione nei mercati regolamentati non si applica alle negoziazioni disposte da investitori non residenti o non aventi sede in Italia, alle negoziazioni aventi ad oggetto titoli di Stato o garantiti dallo Stato, e alle negoziazioni aventi ad oggetto blocchi di strumenti finanziari».

ministrativa), dalle quali ultime restano, però, esclusi gli agenti di cambio, assoggettati a fallimento dopo l'inutile esperimento delle procedure apprestate dalle leggi speciali di borsa (liquidazione coattiva dei contratti). Sono previsti anche, in attuazione delle disposizioni comunitarie in materia, sistemi d'indennizzo a tutela dei clienti degli intermediari attivabili nel caso in cui l'intermediario sia posto in liquidazione coatta amministrativa. È dubbio se agli agenti di cambio, assoggettati come detto a fallimento, trovi applicazione la disciplina dei sistemi di indennizzo o invece quella dell'apposito fondo comune. Il problema verrà risolto, come vedremo, con il d.lgs. n. 58/1998. Per il resto, la disciplina delle crisi degli intermediari del mercato mobiliare è destinata a restare pressoché invariata anche a seguito dell'approvazione del t.u.f.[310].

[310] Sulla disciplina delle crisi degli intermediari del mercato mobiliare, cfr. Banca d'Italia, *Procedure di gestione delle crisi degli intermediari finanziari, Atti del Seminario svoltosi a Perugia il 3-4 marzo 2000*, Roma 2001. Anche alla luce dell'esperienza nel frattempo maturata (a partire cioè dal 1996), il seminario esamina i principali aspetti della disciplina delle crisi degli intermediari del mercato mobiliare, soffermandosi non solo sui presupposti delle misure di gestione delle crisi stesse ma anche sui relativi problemi procedurali, ivi inclusi quelli attinenti ai rapporti tra le diverse funzioni coinvolte, di vigilanza da un lato e di sorveglianza sui sistemi di pagamento e di regolamento titoli dall'altro (cfr. l'art. 83 del t.u.b.). Emergono anche, nel corso dei lavori, i tratti distintivi delle crisi di tali intermediari rispetto a quelli delle crisi delle banche. I presupposti dell'amministrazione straordinaria e della liquidazione coatta – irregolarità e violazioni o previsioni di perdite, a seconda dei casi, gravi o di eccezionale gravità – assumono, infatti, un peso diverso a seconda della natura dell'intermediario coinvolto. Nel caso di imprese di investimento che non assumono rischi in proprio (quelle cioè non autorizzate alla negoziazione in proprio o al collocamento con preventiva sottoscrizione o con assunzione di garanzia di strumenti finanziari) o di gestori collettivi del risparmio le misure di gestione delle crisi sono solitamente disposte sul presupposto delle gravi (o gravissime) irregolarità e violazioni di norme piuttosto che su quello delle (gravi o gravissime) perdite patrimoniali. Per le imprese d'investimento che assumono rischi in proprio e, ovviamente, per le banche sono, invece, le perdite ad assumere un ruolo determinante ai fini dell'adozione del provvedimento di gestione della crisi. Un problema specifico si pone, inoltre, nell'ambito della procedura di liquidazione coatta amministrativa, per gli intermediari, banche incluse, abilitati allo svolgimento dei servizi d'investimento. Il d.lgs. 415 del 1996 apporta (art. 64, comma 17) le necessarie modifiche all'art. 91 del t.u.b. (ora richiamato nel nuovo testo dall'art. 57, comma 3, t.u.f.) per tener conto del principio di separazione patrimoniale tra intermediario e clienti e tra clienti. In estrema sintesi, i commissari

Alle sanzioni – pecuniarie e non – applicabili all'intermediario ai sensi dell'art. 13 della legge SIM, il decreto Eurosim sostituisce un sistema di sanzioni amministrative pecuniarie applicabili, invece, secondo il criterio già previsto dal t.u.b. (e, prima ancora, dalla l.b. del 1936) agli esponenti dell'intermediario medesimo; l'intermediario risponde, però, solidalmente con i propri esponenti del pagamento delle sanzioni e ha l'obbligo di esercitare il regresso verso i responsabili. La casistica giurisprudenziale che, da questo momento, viene a consolidarsi con riguardo ai vari profili sia del procedimento sanzionatorio sia dei criteri di imputazione della responsabilità agli esponenti aziendali con compiti, di volta in volta, di amministrazione, direzione e controllo presso gli intermediari, è amplissima[311].

Il decreto Eurosim modifica l'art. 129 del testo unico bancario inerente al controllo della Banca d'Italia sul mercato primario dei titoli di debito. Tra le modifiche più rilevanti vi è quella che collega i poteri della Banca d'Italia di differimento e di divieto dell'operazione alla finalità di assicurare non solo la stabilità, ma anche l'efficienza del mercato dei valori mobiliari e quella che estende il potere di divieto alle operazioni che, anche se d'importo inferiore alla soglia minima, nel frattempo innalzata a 100 miliardi di lire, abbiano a oggetto valori mobiliari atipici.

Ne risulta accresciuta la tutela degli investitori in strumenti finanziari di debito. I poteri previsti nella norma citata possono, infatti, essere d'ora in poi utilizzati non soltanto per assicurare l'equilibrio di breve periodo del mercato primario dei predetti

liquidatori procedono alla restituzione degli strumenti finanziari (per le SIM e i gestori collettivi del risparmio anche del denaro) di pertinenza dei clienti, sempreché sia rispettata la separazione patrimoniale tra intermediario e clienti e tra questi ultimi prevista dall'art. 20 del t.u.f. Se risulta rispettata la prima ma non la seconda o gli strumenti finanziari (e, nel caso di SIM o gestori collettivi del risparmio anche il denaro) non risultano sufficienti per l'effettuazione di tutte le restituzioni, si procede al riparto in proporzione dei diritti per i quali ciascun cliente è ammesso allo stato passivo.

[311] Per un esame dell'evoluzione storica del sistema sanzionatorio e dei principali temi trattati dalla giurisprudenza – comuni, peraltro, alle sanzioni in materia di mercato mobiliare e bancario – cfr. S. Ceci Iapichino, *Le sanzioni amministrative*, in E. Galanti, *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, Padova 2008, pp. 1421 ss.

titoli, ma anche per impedire la diffusione sul territorio nazionale di prodotti atipici emessi magari in paesi extracomunitari senza che sull'emittente siano esercitati adeguati controlli.

Esigenza, quest'ultima, di cui si fa carico già la delibera CICR del 12 gennaio 1994.

2. *La privatizzazione dei servizi di mercato*

2.1. *La delega di funzioni al Consiglio di borsa e l'insufficienza dell'impostazione pubblicistica a essa sottostante*

La novità di maggior rilievo riguarda l'organizzazione e la disciplina dei mercati. Questi ultimi sono privatizzati ed è dettata una disciplina *ad hoc* per la trasformazione dei mercati esistenti. Prima dell'entrata in vigore del decreto Eurosim è approntato dalla CONSOB e dalla Banca d'Italia un progetto di privatizzazione – *Elementi per una riforma del mercato mobiliare* – che non trova, però, il consenso degli operatori[312].

[312] Il progetto è pubblicato in Banca d'Italia, «Bollettino economico», n. 25, ottobre 1995, pp. 54* ss. Rileva in proposito M. Draghi, *Commento all'art. 46*, in Capriglione (a cura di), *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari* cit., pp. 389 s.: «l'impostazione seguita in tale lavoro si incentrava nel superamento della concezione pubblicistica del mercato sia con riferimento all'atto di nascita dei mercati, non più imposto dal volere della pubblica autorità, sia con riferimento alla forma giuridica dei mercati, delineati come imprese non profit, che producono un servizio di interesse generale [...]. L'assetto normativo scaturente da quella proposta, pur rappresentando un primo importante passo verso la "privatizzazione" dei mercati, è stato oggetto di critica da parte degli operatori e delle associazioni di categoria, timorosi che il disegno strategico ad esso sotteso, piuttosto che alla promozione delle nuove "imprese mercato" e a una effettiva apertura alla logica imprenditoriale risultasse funzionale alla conservazione dell'esistente. I rilievi maggiori si appuntavano sulla circostanza che le autorità rivendicassero il potere di valutare la validità delle iniziative degli operatori per la costituzione di nuovi mercati "rispetto ad una impostazione di carattere strategico sull'insieme del mercato", impostazione che rientrava pertanto nelle prerogative delle autorità. Stigmatizzati erano poi i numerosi e indeterminati rinvii alla normativa secondaria anche in settori cruciali della riforma, quali l'organizzazione interna delle società di gestione dei mercati e il funzionamento dei mercati stessi, nonché i limiti posti all'autoregolamentazione in tema di ammissione ed esclusione dai mercati sia degli intermediari che

Ciò costituisce, se non altro, la riprova che la privatizzazione dei servizi di mercato non spunta fuori dal nulla, ma rappresenta il punto d'arrivo di un processo iniziato da tempo e preparato, come accennato più volte, da numerose, seppur embrionali, anticipazioni[313].

La delega di funzioni, in misura via via più ampia, al Consiglio di borsa, se da un lato si muove in un'ottica ancora di stampo pubblicistico, dall'altro rappresenta un passo importante verso forme di autorganizzazione e autogestione, che necessitano, tuttavia, per la loro compiuta e definitiva realizzazione, dell'intervento del legislatore primario.

Emblematiche, a tal riguardo, le considerazioni espresse dalla CONSOB nella *Relazione 1994* (p. 14). Vi si legge, innanzitutto, che

> le funzioni delegate al Consiglio di borsa in materia di organizzazione e funzionamento della borsa si sono ampliate: dalla delega di compiti tecnici o meramente attuativi, si è passati alla delega di poteri contenenti elementi di discrezionalità, come nei casi della determinazione dei lotti minimi di negoziazione o dell'attribuzione dei compiti di controllo del mercato telematico di borsa o del mercato dei *futures* sull'indice[314];

dei prodotti e, ancora, la subordinazione delle potestà autoregolamentari degli operatori al rispetto, oltre che delle norme di legge, anche di un "regolamento quadro" predisposto dalle autorità per ogni singolo mercato. A ciò si aggiunga che il permanere di ampi poteri d'intervento in capo alle autorità pubbliche, in concorrenza con quelli attivabili dalle società di gestione, si coniugava con l'assenza di pur generici parametri cui le autorità stesse dovessero improntare la loro attività di vigilanza, con conseguenti rischi di una eterogenesi nel tempo delle finalità e degli obiettivi della riforma». Cfr. anche M. Sepe, *Commento all'art. 62*, in G. Alpa, F. Capriglione (a cura di), *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova 1998, p. 592.

[313] Cfr. l'art. 4 del Regolamento CONSOB sui mercati locali, approvato con delibera n. 8469 del 30 settembre 1994 e modificato con delibera n. 9628 del 4 dicembre 1995, che affida a un organismo di autoregolamentazione – il Comitato di gestione – il compito di disciplinare «l'organizzazione e il funzionamento del mercato, l'ammissione dei valori mobiliari e degli intermediari alle negoziazioni, nonché la sospensione e la revoca di tali ammissioni, il regolamento e la liquidazione e quant'altro necessario all'operatività del mercato».

[314] Per un quadro riassuntivo delle competenze delegate dalla CONSOB al Consiglio di borsa, cfr. CONSOB, *Relazione 1994*, tav. III.25, e *Relazione 1995*, tav. a.II.8.

tuttavia, prosegue, subito dopo, la citata *Relazione*,

la delegazione comporta sovraordinazione funzionale per le competenze delegate, con potestà della CONSOB di fissare criteri e direttive e, al limite, di revocare. Il meccanismo della delega deriva dall'organizzazione pubblicistica del mercato di borsa e consente di rendere compatibile l'esercizio dei poteri di disciplina e di controllo pubblico facenti capo alla Commissione, con un più funzionale esercizio delle competenze direttamente attinenti alla concreta operatività dei mercati. In questo campo è possibile un ulteriore ampliamento della delega di funzioni, già arricchitasi significativamente nel corso del 1994.

Ma, secondo la CONSOB, va superata l'ottica pubblicistica nell'ambito della quale ancora si muove lo strumento della delega al Consiglio di borsa; ecco allora che

una diversa articolazione dei poteri e delle attribuzioni in materia di borsa potrebbe derivare da un diverso assetto complessivo in senso privatistico ed imprenditoriale dei mercati, in analogia a quanto già attuato in altri paesi con un sistema mobiliare avanzato. Una trasformazione in tal senso non può che realizzarsi attraverso un processo legislativo che riconsideri l'intera materia. Gli organi di mercato acquisterebbero un'autonomia sostanziale nella materia dell'organizzazione e del funzionamento dei rispettivi mercati; l'attuale sovraordinazione si tramuterebbe in un controllo generale e, se del caso, in un potere di sorveglianza, esplicantesi in misure preventive e sanzionatorie, giustificate dalla tutela dell'interesse generale affidata alla CONSOB[315].

2.2. *La privatizzazione e i compiti della società di gestione*

Il d.lgs. n. 415/1996 stabilisce precisamente che l'attività di organizzazione e di gestione dei mercati regolamentati di strumenti finanziari ha carattere d'impresa ed è esercitata da società per azioni, senza scopo di lucro (art. 46 del decreto Eurosim).

Occasione politica della privatizzazione dei mercati è il recepimento della direttiva sui servizi d'investimento: occasione poli-

[315] CONSOB, *Relazione 1994*, pp. 14 s.

tica, non giuridica, perché la direttiva non impone affatto la soluzione privatistica. È quest'ultima, però, a essere adottata, nel presupposto che il mercato-impresa sia più efficiente del mercato-servizio pubblico e renda quindi più competitiva la «piazza italiana» in un sistema comunitario che adotta, anche per i mercati, il principio del riconoscimento reciproco.

L'esercizio dei mercati regolamentati è autorizzato dalla CONSOB. Il mercato è, però, retto da un proprio regolamento, adottato dalla società di gestione.

Il regolamento determina le condizioni e le modalità di ammissione, esclusione e sospensione degli intermediari e degli strumenti finanziari dalle negoziazioni, le condizioni e le modalità per lo svolgimento delle negoziazioni stesse, le modalità di accertamento, pubblicazione e diffusione dei prezzi, i tipi di contratto ammessi, nonché i criteri per la determinazione dei quantitativi minimi negoziabili.

L'ammissione alla quotazione e al mercato comporta l'accettazione da parte rispettivamente degli emittenti e degli intermediari negoziatori delle clausole contenute nel regolamento del mercato. Tali clausole disciplinano materie che involgono interessi di terzi, in generale dei risparmiatori che investono nei titoli degli emittenti quotati o che conferiscono ordini di negoziazione agli intermediari ammessi. Tanto che il regolamento del mercato è sottoposto al vaglio della CONSOB, che ne valuta l'idoneità «ad assicurare la trasparenza del mercato, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori» (art. 48, d.lgs. n. 415/1996).

Queste ultime sono configurate anche quali finalità cui è diretta l'intera vigilanza sui mercati. Novità di rilievo rispetto al previgente quadro normativo, in quanto la legge sulle SIM non indicava affatto gli scopi di tale vigilanza, mentre, prima ancora, l'art. 10 del d.p.r. n. 138/1975 si limitava a individuarli nell'accertamento della regolarità e dei modi di finanziamento delle operazioni su titoli quotati in borsa. In realtà, la necessità di una vigilanza a tutto tondo sui servizi di mercato e dell'individuazione delle relative finalità si ha proprio con la privatizzazione dei servizi stessi.

Sotto il profilo civilistico si pone, intanto, un problema di tutela dei terzi risparmiatori rispetto al contratto tra emittente e ne-

goziatore da un lato e società di gestione del mercato dall'altro. E, tuttavia, se esistano, in tale settore, posizioni di terzi protetti dal contratto è problema ancora poco dibattuto in dottrina e non affrontato in giurisprudenza.

Alla luce del nuovo assetto dei poteri e compiti delineati dal decreto Eurosim, la CONSOB modifica il regolamento per l'ammissione dei titoli alla quotazione ufficiale. Essendo ormai la definizione dei relativi requisiti rimessa al regolamento del mercato da adottarsi dalla società di gestione, il nuovo regolamento CONSOB, d'ora innanzi, ha a oggetto soltanto la materia dei prospetti di quotazione[316].

Si tratta di una svolta storica che comporta un rilevante travaso di competenze dalla CONSOB alla società di gestione del mercato; ma, si ripete, molti poteri erano stati già in passato delegati, sebbene nell'ambito di un impianto ancora pubblicistico, dalla CONSOB al Consiglio di borsa.

Il decreto Eurosim consente, inoltre, all'autonomia privata la creazione di mercati organizzati per la negoziazione di strumenti finanziari. L'organizzazione e il funzionamento di tali mercati sono interamente rimessi agli operatori. Alla CONSOB compete, però, il potere di richiedere agli organizzatori e agli operatori notizie e documenti e, soprattutto, di vietare le negoziazioni, quando possa derivarne un grave pregiudizio per la tutela degli investitori.

La privatizzazione non tocca ancora la fase della liquidazione titoli, nel presupposto, verosimilmente, della delicatezza dei compiti che la connotano.

3. *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria*

Il testo unico dell'intermediazione finanziaria (t.u.f.), adottato con d.lgs. n. 58/1998, ricomprende in un quadro normativo unitario, in parte modificandole, le disposizioni sugli intermediari e sui mercati già contenute nel decreto Eurosim. Esso, per di più, sostituisce alle numerose leggi concernenti gli altri segmenti del

[316] Su tale regolamento, adottato dalla CONSOB il 2 gennaio 1998, cfr. CONSOB, *Relazione 1997*, pp. 78 s.

mercato mobiliare un sistema omogeneo di norme. Il t.u.f., inoltre, seguendo l'impostazione che caratterizza la l.b. del 1936-38 prima e il t.u.b. poi, detta nella misura più ampia possibile norme di principio, destinate a essere «riempite» dalle disposizioni delle autorità di vigilanza[317].

Pur rappresentando il punto d'arrivo di una complessa evoluzione della normativa del mercato mobiliare, il t.u.f. non costituisce l'unica disciplina primaria della materia. Restano, infatti, al di fuori di esso, perché non abrogate, tra le altre: *a)* le disposizioni sull'organizzazione e sul funzionamento della CONSOB (che trovano ancora la loro sede nella legge 216 del 1974) e sul relativo regime contributivo[318]; *b)* alcune disposizioni in materia di borsa, come quelle sulla liquidazione coattiva dei contratti di borsa; *c)* la norma sui fondi immobiliari con apporto di beni dello Stato; *d)* la disciplina dei fondi pensione; *e)* alcune norme del decreto Eurosim e, in particolare, quella sulla gestione individuale delle fiduciarie.

3.1. *L'unificazione della disciplina degli intermediari e dei gestori collettivi del risparmio*

Non muta, nella sostanza, la disciplina degli intermediari, della vigilanza sugli stessi e delle relative finalità, già contenuta nel decreto Eurosim; permangono, nella materia dei controlli interni, alcune sovrapposizioni di competenze tra la CONSOB e la Banca d'Italia, confermate, per giunta, dalle norme seconda-

[317] Sul nuovo assetto normativo, cfr., tra i primi commentari: C. Rabitti Bedogni (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano 1998; Alpa, Capriglione (a cura di), *Commentario al testo unico* cit.; L. Lacaita, V. Napoleoni (a cura di), *Il testo unico dei mercati finanziari*, Milano 1998; G. Cottino (a cura di), *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, Torino 1999; P.G. Marchetti, L.A. Bianchi (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza. D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano 1999; G. Campobasso (a cura di), *Il testo unico della finanza*, Torino 2002.

[318] L'art. 145, comma 28, della l. 23 dicembre 2000, n. 388 (legge finanziaria per il 2001) modifica il comma 3 dell'art. 40 della l. n. 724/1994, sostituendo il legame tra contribuzioni e singoli servizi resi dall'istituto con il legame tra contribuzioni e attività complessiva di vigilanza svolta su ciascuna categoria di soggetti.

rie[319]. Da segnalare, tra le novità introdotte dal t.u.f., la norma sulla vigilanza di gruppo (art. 12) e la scelta di attribuire i compiti di tenuta dell'albo dei promotori di servizi finanziari a un organismo individuato dalle associazioni professionali dei promotori e dei soggetti abilitati: l'organismo per l'albo dei promotori finanziari (art. 31).

La disciplina sui servizi d'investimento è, per le banche, sostitutiva delle norme in materia di trasparenza bancaria contenute nel testo unico del 1993: lo prevede ora espressamente l'art. 23 del t.u.f., fugando, così, definitivamente i dubbi insorti dopo l'approvazione del testo unico bancario.

Il novero dei soggetti abilitati a svolgere servizi d'investimento è ampliato, includendovi, ma limitatamente alla negoziazione in proprio di derivati e al collocamento, gli intermediari iscritti nell'elenco speciale di cui all'art. 107 del t.u.b.; e ciò per fornire un adeguato quadro normativo di riferimento alle attività poste in essere da tali soggetti, di copertura dei rischi nel primo caso e di *merchant banking* nel secondo. Gli agenti di cambio in carica restano una categoria d'intermediari «a esaurimento», non possono operare in proprio, sono sostanzialmente sottoposti alle medesime norme di vigilanza previste per gli altri intermediari, continuano a essere assoggettati, come già nel decreto Eurosim, al fallimento e sono sottoposti, come ora definitivamente chiarito, alla disciplina sui sistemi d'indennizzo (art. 201 del t.u.f.).

Alle numerose leggi sugli organismi d'investimento collettivo del risparmio subentra una disciplina unitaria, inclusa nello stesso *corpus* normativo dettato per gli intermediari in strumenti finanziari e improntata alla più ampia delegificazione. Si prevede

[319] Il t.u.f., come già il decreto Eurosim, distingue le materie oggetto di vigilanza regolamentare della Banca d'Italia da un lato e della CONSOB dall'altro; problemi di coordinamento, evidenziati dalla dottrina dell'epoca, si pongono tuttavia in materia di controlli interni, attribuita a entrambe le autorità; il conflitto di competenze avrebbe potuto superarsi ritenendo assegnata alla Banca d'Italia la competenza di istituire e regolamentare la struttura dei controlli interni e alla CONSOB le sole procedure di controllo ove afferenti la prestazione dei servizi di investimento. I problemi non vengono, però, risolti e sono, anzi, replicati nelle fonti regolamentari con sovrapposizioni di competenze: la CONSOB disciplina così anche l'istituzione dell'organo di *internal audit* e la Banca d'Italia anche i compiti di quest'ultimo con riferimento ai servizi prestati.

una nuova figura di gestore, che riassume in sé le numerose figure all'epoca esistenti, al quale è consentito di operare in tutti i settori della gestione, individuale e collettiva, nelle sue varie forme.

Sono unificati i requisiti di onorabilità e professionalità degli esponenti e quelli di onorabilità dei partecipanti al capitale di tutti i soggetti abilitati all'attività d'investimento e alla gestione collettiva del risparmio; alla loro definizione provvedono i decreti del ministro del Tesoro dell'11 novembre 1998, nn. 468 e 469[320].

Comuni alle due categorie di soggetti abilitati sono anche le norme sulla vigilanza e quelle sulle crisi.

È previsto un obbligo delle società di revisione e del collegio sindacale di riferire alla CONSOB e alla Banca d'Italia le irregolarità riscontrate nell'esercizio dei rispettivi compiti di controllo sugli intermediari e sui gestori collettivi. Si assiste, così, sulla falsariga della l. n. 197/1991 prima e del t.u.b. poi, a una trasformazione degli organi di controllo degli intermediari, che assumono compiti «quasi pubblici», diventando, per tale via, «strumenti» delle autorità di vigilanza.

Le norme di attuazione delle disposizioni primarie in materia d'intermediari sono dettate dalla delibera CONSOB n. 11522 del 1° luglio 1998. Per i servizi d'investimento, ci si limita a pochi interventi che si rendono necessari per adeguare il quadro normativo, già delineato in attuazione del decreto Eurosim, alle novità introdotte dal t.u.f. (norme sull'ingresso in Italia di imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie, possibilità di delegare il servizio di gestione ad altro soggetto autorizzato, promozione e collocamento a distanza di strumenti finanziari e di servizi di investimento).

Pressoché completamente delegificata è anche la disciplina delle gestioni collettive del risparmio.

All'introduzione, con la citata delibera CONSOB, di regole generali di comportamento – tra le quali, in particolare, l'obbli-

[320] Con sentenza n. 2907 del 17 aprile 2000 il TAR del Lazio annulla, però, l'art. 2 del d.m. n. 468/1998 laddove assume, quali «situazioni impeditive» per le cariche di amministratore, direttore generale e sindaco nelle società ivi previste, il coinvolgimento degli interessati in crisi aziendali senza verifica in concreto dell'attribuibilità dei fatti che le hanno determinate a comportamenti censurabili degli interessati.

go di operare in modo indipendente e coerente con i principi del t.u.f. e di astenersi da comportamenti che possano avvantaggiare un fondo o un comparto a danno di un altro – segue il decreto del ministro del Tesoro del 24 maggio 1999, n. 228, sulle caratteristiche dei singoli fondi e la cospicua normativa secondaria della Banca d'Italia del 1° luglio 1998 e del 24 dicembre 1999 sui vari aspetti prudenziali e organizzativi delle SGR e della SICAV, destinata poi a confluire in un testo organico (regolamento del 14 aprile 2005), successivamente modificato e integrato (provvedimenti del 21 giugno 2007 e del 16 dicembre 2008).

3.2. *Le modifiche alla disciplina dei mercati e la (non integrale) privatizzazione dei servizi di liquidazione*

Il t.u.f. modifica e integra anche la disciplina dei mercati prevista dal decreto Eurosim; e ciò con riguardo ai mercati non regolamentati, alla gestione accentrata di strumenti finanziari, alla liquidazione titoli.

Sotto il primo profilo, è attribuita alla Banca d'Italia dall'art. 79 del t.u.f. la vigilanza sul mercato interbancario dei depositi – mercato non regolamentato che va ad aggiungersi agli scambi organizzati già previsti dal d.lgs. n. 415/1996 – per assicurarne l'efficienza e il buon funzionamento; la ragione dell'attribuzione alla Banca d'Italia di tali poteri risiede nel fatto che detti mercati agevolano il finanziamento delle banche carenti di liquidità, rappresentando un'alternativa al prestito di ultima istanza della banca centrale[321].

Sotto il secondo profilo, il t.u.f. sostituisce alla legge sulla Monte Titoli s.p.a. una disciplina generale della gestione accentrata di strumenti finanziari, destinata, però, a essere subito integrata dalle norme sulla dematerializzazione degli strumenti finanziari contenute nel d.lgs. n. 213/1998. La vigilanza sulle società di gestione accentrata è esercitata dalla CONSOB e dalla Banca d'Italia al fine, per entrambe le autorità, di assicurare la

[321] Cfr. G. Napoletano, *Commento agli artt. 78-79 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58*, in Alpa, Zatti (a cura di), *Commentario breve al codice civile* cit. (2000), pp. 1118 ss. e 1125.

trasparenza, l'ordinata prestazione dei servizi e la tutela degli investitori[322].

Quanto agli interventi normativi in materia di liquidazione titoli è, innanzitutto, formalizzata la distinzione tra sistemi di garanzia dei contratti e sistemi di garanzia della liquidazione, per la non necessaria identità tra contraenti da un lato e aderenti ai sistemi di liquidazione dall'altro. La distinzione è anticipata, a livello di normativa secondaria, dai provvedimenti del 9 aprile 1997 adottati dalla Banca d'Italia d'intesa con la CONSOB, con i quali: *a)* viene meno la necessaria coincidenza tra negoziatore e liquidatore e il connesso obbligo di partecipare sia ai mercati sia ai sistemi di regolamento delle operazioni, dando così finalmente attuazione al principio sancito nella legge di delega; *b)* sono modificate le disposizioni sulla Cassa di compensazione e garanzia, prevedendo due distinti fondi, di garanzia dei contratti e di garanzia della liquidazione.

Il t.u.f. prevede, poi, che la fase della liquidazione titoli, a eccezione del regolamento finale del contante, possa essere affidata a una società all'uopo autorizzata dalla Banca d'Italia: è la privatizzazione, seppur non integrale, del *settlement*, che va ad aggiungersi a quella degli altri servizi del mercato[323].

Prevede, inoltre: *a)* la «definitività» della compensazione e della liquidazione rispetto agli effetti della dichiarazione di fallimento o d'insolvenza dell'intermediario negoziatore partecipante ai sistemi di liquidazione (art. 71); *b)* una disciplina del-

[322] La difficoltà di congegnare un sistema di vigilanza per finalità sulle società di gestione accentrata di strumenti finanziari è messa in risalto già dai primi commentatori dell'art. 82 del t.u.f., che ne rilevano sotto tale profilo l'asimmetria rispetto a tutto l'impianto del testo unico della finanza: cfr. sul punto P. Valentino, *Commento all'art. 82*, in Alpa, Capriglione (a cura di), *Commentario al testo unico* cit., p. 772.

[323] Nel devolvere alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo le controversie in materia di «pubblici servizi», l'art. 33 del d.lgs. n. 80/1998 annovera tra questi anche «quelli afferenti [...] al mercato mobiliare», dando luogo a dubbi interpretativi circa la riconducibilità ai servizi predetti, se non delle attività di intermediazione mobiliare, quanto meno dei servizi di organizzazione e gestione del mercato e di quelli afferenti al *post-trading*. Il testo della norma è poi modificato dall'art. 7 della l. n. 205/2000. Nella sua nuova formulazione esso limita la cognizione del giudice amministrativo alle sole controversie in materia, tra l'altro, di vigilanza sul mercato mobiliare.

la liquidazione coattiva delle insolvenze di mercato (art. 72), in sostituzione di quella delle insolvenze notorie e formalmente accertate, disciplina che va, però, coordinata con quella, contenuta nell'art. 44, l. n. 272/1913, nel testo sostituito dall'art. 12, r.d.l. n. 815/1932, lasciata in vita dal testo unico, sulla liquidazione coattiva dei contratti di borsa (art. 202).

La vigilanza sui prestatori dei servizi di liquidazione è esercitata dalla CONSOB e dalla Banca d'Italia. Non sono, tuttavia, precisate le finalità che ciascuna di esse deve perseguire. A ciò provvederà il d.lgs. n. 164/2007 di recepimento della direttiva MiFid. Una lettura costituzionalmente orientata della norma attributiva del potere (art. 77) riconduce, però, già all'epoca, l'esercizio dei poteri di vigilanza sulla fase del *settlement* alle finalità generali perseguite da ciascuna delle due autorità in materia di mercati, e cioè di tutela del risparmio per la CONSOB e di banca centrale per la Banca d'Italia[324].

Le norme secondarie adottate dalla CONSOB in attuazione delle nuove disposizioni del t.u.f. – il c.d. regolamento mercati approvato con delibera n. 11768 del 23 dicembre 1998 – innovano l'assetto regolamentare previgente soltanto nei settori, già interessati dalle modifiche apportate alla disciplina primaria, della liquidazione delle insolvenze di mercato e della gestione accentrata di strumenti finanziari.

Sugli scambi organizzati di strumenti finanziari, non prevedendo il t.u.f. l'adozione di norme regolamentari, la CONSOB interviene con una comunicazione (la n. 98097747 del 24 dicembre 1998); l'intervento è motivato dalla «consapevolezza che possano aversi effetti sui prezzi dei titoli quotati prodotti dalla presenza di mercati non regolamentati e che è necessario tutelare, in termini di trasparenza e regolarità delle negoziazioni, gli investitori che si avvicinano agli scambi organizzati»[325].

[324] Sul punto, cfr. R. D'Ambrosio, *Commento all'art. 77 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, in Alpa, Zatti (a cura di), *Commentario breve al codice civile* cit. (2000), pp. 1116 ss.

[325] CONSOB, *Relazione 1998*, pp. 60 ss. La comunicazione n. 98097747 del 24 dicembre 1998 verrà poi sostituita dalla comunicazione del 17 aprile 2003 per tener conto degli *Standards for Alternative Trading System* adottati dal CESR nel luglio 2002.

A partire dal 2001, la CONSOB e la Banca d'Italia collaborano intensamente per il coordinamento della vigilanza sui mercati. Tale collaborazione porta, nel gennaio dello stesso anno, all'approvazione di un provvedimento congiunto di portata generale, che reca istruzioni di vigilanza, relative alle società di gestione del mercato, ai sistemi di gestione accentrata di strumenti finanziari, ai sistemi di compensazione e garanzia e ai gestori dei servizi di liquidazione[326]. Le istruzioni, sostanzialmente ricognitive di precetti già contenuti in norme regolamentari, vengono incontro all'esigenza dei fornitori dei servizi di mercato di avere un chiaro quadro di riferimento degli obblighi cui sono tenuti nei confronti delle autorità di vigilanza.

Nel 2002, la Banca d'Italia, d'intesa con la CONSOB, disciplina in maniera unitaria – e, questa volta, innovativa rispetto al quadro normativo di riferimento – i sistemi di garanzia delle operazioni su strumenti finanziari, derivati e non, preludendo alla successiva modifica delle corrispondenti norme del t.u.f., introdotta dal d.lgs. n. 170 del 2004. Anche in tal caso, le nuove disposizioni non fanno altro che corrispondere a esigenze rappresentate dagli stessi fornitori dei servizi di mercato e non danno perciò luogo a contestazioni.

Nel 2003, si conclude il processo di trasformazione dell'assetto e della struttura delle società che forniscono i servizi di *post-trading*. Nel frattempo con il trasferimento del servizio di liquidazione titoli dalla Banca d'Italia alla Monte Titoli (provvedimento della Banca d'Italia del 30 ottobre 2000), le infrastrutture a supporto dei mercati regolamentati italiani si connotano per la presenza di un unico soggetto, che integra verticalmente la funzione di regolamento dei titoli con quella di gestione accentrata e custodia. La controparte centrale, prevista per alcuni mercati regolamentati e rappresentata dalla Cassa di compensazione e garanzia, svolge un ruolo di compensazione delle posizioni che agevola e semplifica il processo di liquidazione titoli svolto dalla Monte Titoli[327].

[326] CONSOB, *Relazione 2001*, pp. 12 e 116.
[327] CONSOB, *Relazione 2003*, p. 148.

3.3. *Il consolidamento della disciplina degli emittenti e dei soggetti che sollecitano il pubblico risparmio e le modifiche apportate a tali discipline*

Il t.u.f. considera unitariamente, collocandole nella medesima parte IV, la disciplina della sollecitazione e quella degli emittenti titoli quotati, nel presupposto che in entrambi i casi vi è appello al pubblico risparmio, occasionale nel primo, istituzionale nel secondo.

Le due discipline presentano, d'altronde, come attestato dalla rispettiva evoluzione, tratti comuni. In entrambi i casi è, infatti, prevista la pubblicazione di un prospetto informativo sottoposto al vaglio della CONSOB, l'esercizio dei poteri di quest'ultima di richiesta di informazioni destinate alla pubblicazione, la revisione dei bilanci dell'emittente i titoli oggetto di sollecitazione o di quotazione. Lo stesso requisito del flottante, necessario per l'ammissione a quotazione, è normalmente realizzato tramite un'operazione di offerta al pubblico e cioè di sollecitazione. All'offerta medesima segue comunque la diffusione tra il pubblico dei prodotti oggetto della stessa. Se la diffusione è in misura rilevante, l'emittente è sottoposto, ancorché l'operazione di sollecitazione si sia conclusa, a obblighi di trasparenza e a poteri CONSOB di richiesta di informazioni comuni agli emittenti quotati.

L'assimilazione delle due discipline – degli emittenti e della sollecitazione – trova, inoltre, riscontro nell'indicazione delle finalità di vigilanza a esse comuni: la tutela degli investitori, l'efficienza e la trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali (art. 91).

Di tutte queste finalità, nuova è soltanto, rispetto al sistema previgente, l'«efficienza» del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali. Non sono, infatti, nuove: la tutela degli investitori, già presente nella disciplina dell'informazione societaria, dell'appello al pubblico risparmio e della quotazione (in particolare della quotazione d'ufficio e della sospensione e revoca della quotazione); la trasparenza del mercato del controllo societario, già presente nella l. n. 149/1992 e nella disciplina delle partecipazioni rilevanti e dei patti di sindacato; la trasparenza del mercato dei capitali, già presente nell'intera disciplina degli emittenti e dell'appello al pubblico risparmio.

L'introduzione del parametro dell'efficienza del mercato del controllo societario è innovazione di rilievo: consente, infatti, di calibrare la disciplina di importanti istituti, primo fra tutti quello dell'OPA, alla situazione del mercato. Si pensi, a tacer d'altro, alla possibilità, poi sancita dal «regolamento emittenti», di determinare il corrispettivo dell'OPA anche in titoli quotati o agevolmente liquidabili. Tuttavia, l'autorità di vigilanza incontra, in tale valutazione, il vincolo rappresentato dalla tutela costituzionale del risparmio, prevalente, nella comparazione degli interessi in gioco, sugli altri pur contemplati dal legislatore primario. Ciò significa che il perseguimento della competitività del mercato del controllo societario non può andare a discapito della tutela degli azionisti minoritari.

3.3.1. *Il consolidamento e le modifiche della disciplina primaria.* Il t.u.f. unifica e risistema la disciplina dell'appello al pubblico risparmio, prima contenuta in plessi normativi distinti. È introdotta la nozione di prodotto finanziario quale oggetto della nuova disciplina. Tale nozione coincide, grosso modo, con quella di valore mobiliare quale definita dall'art. 18-*bis* della legge 216/1974, introdotto dall'art. 12 della l. n. 77/1983[328]. Il sistema previgente

[328] Sono prodotti finanziari «gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria» (art. 1, comma 1, lett. *u*, del t.u.f.). Tutti i prodotti finanziari rappresentano uno scambio tra un bene presente e un bene futuro, che in entrambi i casi è costituito dal denaro. In tale scambio l'entità del corrispettivo futuro è rimessa al comportamento di altri, non dell'investitore. La nozione di prodotto finanziario diviene amplissima. Finisce con il coincidere con quella di attività/passività finanziaria. La disciplina dell'appello al pubblico risparmio diviene nuovamente, come già avvenuto in passato con il controllo della CONSOB sui titoli atipici, una disciplina «di frontiera» del mercato mobiliare in ragione dell'ampiezza dell'elemento oggettivo della fattispecie. Basta dare uno sguardo alla ricchissima prassi applicativa della CONSOB in materia. Per richiamare solo qualche esempio si vedano le comunicazioni CONSOB n. DCL/DEM/3033709 del 22 maggio 2003, n. DEM/8035334 del 16 aprile 2008 e n. DEM/9057728 del 19 giugno 2009. Quel che rileva, per individuare la linea di confine tra un investimento c.d. «di consumo» e un investimento finanziario cui tale disciplina trova applicazione, è se il contratto proposto all'investitore è diretto a trasformare le disponibilità di quest'ultimo in beni reali idonei a soddisfare bisogni non finanziari ovvero è finalizzato, in tutto o in parte, e ciò non può che desumersi dalla causa concreta del contratto medesimo, a soddisfare un'aspettativa di profitto, cioè di accrescimento della disponibilità investita.

è ampiamente delegificato, salvo che per i casi di esenzione dal regime della sollecitazione, contemplati, invece, espressamente dalla legge. In tali esenzioni continuano a essere incluse le offerte di titoli di debito, effettuate dalle banche nella loro attività tipica di raccolta del risparmio finalizzata all'erogazione del credito.

Nell'esperienza della prassi applicativa si porrà, tuttavia, di lì a poco, il problema della disciplina da applicare alle obbligazioni bancarie strutturate, in ragione della componente speculativa a esse sottesa e della connessa esigenza di protezione informativa degli oblati[329].

L'esclusione dal regime della sollecitazione delle offerte rivolte a un numero di destinatari minore e d'importo inferiore a quelli indicati dalla CONSOB sgancia l'ambito di applicazione della fattispecie dal precedente criterio della natura *in incertam personam* dell'offerta.

La disciplina dell'appello al pubblico risparmio si articola in norme sulla sollecitazione all'investimento e norme sulla sollecitazione al disinvestimento (OPA). Le nuove norme hanno riguardo a tutte le tipologie di offerte, e a prescindere dalla natura dei titoli (quotati o meno, con o senza diritto di voto) oggetto delle stesse, superando, così, la «confusione» ancora presente nel vigore dell'art. 1/18 della l. n. 216/1974 e della l. n. 149/1992.

[329] In CONSOB, *Relazione 2000*, si legge, infatti, p. 22, che «la massiccia emissione di obbligazioni bancarie, collocata tramite la rete degli sportelli bancari, pone ancora notevoli problemi per la tutela degli investitori non professionali. L'esenzione dalla disciplina del prospetto informativo rimane una fonte di forte opacità, con particolare riguardo alla tipologia sempre più diffusa delle obbligazioni strutturate e al loro collocamento presso il pubblico. Tuttavia, una particolare tipologia di obbligazioni strutturate emesse da enti creditizi, le cosiddette *reverse convertible*, deve sottostare alla disciplina del prospetto informativo poiché tali strumenti, di fatto, «permettono di sottoscrivere o acquisire azioni» e non godono quindi dell'esenzione di cui all'art. 100 del t.u.f. La Commissione ha constatato che, in numerosi casi, soggetti bancari hanno collocato (senza preventiva pubblicazione del prospetto informativo) obbligazioni di tale specie presso investitori non professionali, ed ha pertanto proceduto a contestare agli intermediari le infrazioni relative al mancato rispetto della disciplina sulla sollecitazione». Cfr. anche G. D'Agostino e M. Minenna, *Il mercato primario delle obbligazioni strutturate. Alcune considerazioni sui profili di correttezza del comportamento degli intermediari*, in «Quaderni di finanza» della CONSOB, n. 39, giugno 2000.

Significative sono le modifiche che riguardano la disciplina dell'OPA sia con riguardo al procedimento sia, soprattutto, con riferimento alle fattispecie di offerta obbligatoria[330].

Sotto il primo profilo, il t.u.f. «riequilibra» la posizione delle parti in pendenza dell'offerta. Innanzitutto, avvicina le posizioni dell'offerente e della società bersaglio. È, infatti, previsto un obbligo – e non più una mera facoltà, come nella l. n. 149/1992 – della seconda di diffondere un comunicato, contenente ogni dato utile per l'apprezzamento dell'offerta e la propria valutazione al riguardo. Come pure è prevista la possibilità per la società bersaglio – prima esclusa dalla citata legge n. 149 – di compiere atti e operazioni che possano contrastare l'offerta (tecniche di difesa), a condizione, però, che siano autorizzati dall'assemblea. Ma il t.u.f. avvicina anche le posizioni dell'offerente originario e dell'offerente concorrente, in quanto contempla la possibilità (esclusa dalla CONSOB nel vigore della l. n. 149) di più rilanci sia da parte del primo sia da parte del secondo, pur se con il limite di un termine massimo.

Le innovazioni di maggior rilievo riguardano, tuttavia, la disciplina dell'OPA obbligatoria, dove l'intervento della disciplina secondaria, per la rilevanza costituzionale dei diritti implicati (proprietà privata e libertà d'impresa), resta confinato a profili residuali.

[330] Sulla disciplina delle OPA introdotta dal t.u.f. si segnalano, tra i primi commenti: F. Chiappetta, R. D'Ambrosio, *Opa e disciplina del procedimento*, in «Riv. soc.», 2001, pp. 449 ss.; G. Montalenti, *OPA. La nuova disciplina*, in «Banca borsa», 1999, pp. 150 ss.; R. Roversi, *Le regole sullo svolgimento delle offerte pubbliche di acquisto previste dal nuovo testo unico sulla intermediazione finanziaria*, in «Riv. Dir. Impr.», 1999, pp. 125 ss.; V. Salafia, *Il procedimento per il lancio di una Opa*, in «Società», 1999, pp. 393 ss.; L. Spaventa, *La disciplina dell'opa in Italia: i risultati di un test*, in «Mercato, concorrenza, regole», 1999, pp. 245 ss.; Marchetti, Bianchi (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza* cit., pp. 183 ss.; S. Providenti, *Appello al pubblico risparmio*, in Lacaita, Napoleoni (a cura di), *Il testo unico dei mercati finanziari* cit., pp. 103 ss.; R. D'Ambrosio, *Artt. 102-112*, in Rabitti Bedogni (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria* cit., pp. 583 ss.; Alpa, Capriglione (a cura di), *Commentario al testo unico* cit., II, pp. 951 ss.; F. Carbonetti, *La nuova disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in «Riv. soc.», 1998, pp. 1352 ss. Un'ampia panoramica della prassi applicativa della CONSOB in materia di OPA è riportata in B. Quatraro, L.G. Picone, *Le offerte pubbliche di acquisto e scambio*, Milano 2000.

Tra le novità del t.u.f vanno annoverate: *a)* l'introduzione di una soglia – individuata nel 30% – al superamento della quale scatta un obbligo di OPA successiva totalitaria (sulla totalità, precisamente, delle azioni ordinarie), a un prezzo non inferiore alla media aritmetica tra quello medio ponderato di borsa negli ultimi 12 mesi e quello più elevato pattuito dall'offerente; *b)* il capovolgimento del rapporto tra OPA preventiva e OPA successiva quale risultante dalla l. n. 149/1992, in quanto è ora l'OPA successiva che può essere «evitata» nel caso in cui sia stata previamente lanciata un'OPA preventiva sulla totalità dei diritti di voto o, nel rispetto di certe condizioni, un'OPA (o un'OPSc) preventiva volontaria sul 60% degli stessi; *c)* l'abrogazione dell'OPA incrementale e l'introduzione di un'OPA totalitaria anche per colui che, possedendo più del 30% dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria, ma senza disporre della maggioranza di questi ultimi, effettui acquisti volti a consolidare la partecipazione detenuta; *d)* la possibilità che il corrispettivo dell'OPA sia rappresentato, in tutto o in parte, da strumenti finanziari; *e)* la rilevanza, ai fini dell'obbligo di OPA, di talune ipotesi di acquisto concertato[331];

[331] La norma contenuta nell'art. 109 del t.u.f. si limita a indicare una serie di soggetti che si presumono agire di concerto, ma non contempla – diversamente da quanto avviene nelle discipline francese e inglese in materia – una nozione generale di comportamento concertato. Nonostante la mancata previsione di siffatta nozione, la portata applicativa dell'art. 109 è, tuttavia, più ampia di quanto possa a prima vista sembrare. L'art. 109 va, infatti, letto in combinato disposto con l'art. 122, cui il primo fa rinvio al fine di individuare una delle presunzioni di concerto: quella realizzata tramite la partecipazione a patti di sindacato. Ebbene, l'art. 122 trova applicazione non solo ai sindacati di voto (comma 1), ma anche a quelli, in qualunque forma stipulati (comma 5): *a)* che istituiscono obblighi di preventiva consultazione per l'esercizio del diritto di voto nelle società con azioni quotate e nelle società che la controllano; *b)* che pongono limiti al trasferimento delle relative azioni o di strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione delle stesse; *c)* che prevedono l'acquisto delle azioni e degli strumenti finanziari previsti dalla lett. *b*; *d)* aventi per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante su tali società. La portata della norma sui patti è abbastanza ampia da «compensare» la mancata configurazione dell'azione di concerto quale fattispecie «a soggetto indifferente». Nella prassi applicativa della CONSOB l'esistenza del patto rilevante ai fini dell'obbligo di OPA può essere provato anche per presunzioni. Tale interpretazione è poi avallata dalla giurisprudenza: cfr. Corte d'appello di Milano, decreto del 28 febbraio 2003, in «Giur. it.», 2003, pp. 1875 ss.

f) l'introduzione dell'OPA a cascata, a prescindere dalla circostanza (rilevante, invece, nel vigore della l. n. 149/1992) che la società tramite cui si acquista il controllo di una quotata sia o meno essa stessa quotata; *g)* l'introduzione, in luogo dell'unica deroga prevista dalla l. n. 149/1992 cit. (e consistente nella cessione infragruppo del controllo), di un sistema di più deroghe all'obbligo di OPA, con attribuzione alla CONSOB di stabilire in via generale a quali casi esse si applichino; *h)* la possibilità di recesso da patti di sindacato in caso di OPA successiva, di OPA preventiva totalitaria, nonché di OPA o OPSc sul 60% dei diritti di voto; *i)* la possibilità di «evitare» l'obbligo dell'OPA residuale mediante la ricostituzione di un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni; *l)* la previsione del diritto per colui che, a seguito di OPA totalitaria, abbia più del 98% delle azioni con diritto di voto, di acquistare le azioni residue (cd. *squeeze-out*).

In gran parte delegificata è anche la normativa concernente gli emittenti titoli quotati, incentrata su obblighi informativi e poteri CONSOB di richiesta di comunicazione e pubblicazione di informazioni. Tali obblighi e poteri sono, come visto, estesi agli emittenti titoli che, ancorché non quotati, siano diffusi tra il pubblico in misura rilevante.

Importanti modifiche alla disciplina generale contenuta nel codice civile sono introdotte poi, in particolare, per le società con azioni quotate nei mercati regolamentati. In aggiunta alla disciplina sulle partecipazioni rilevanti e reciproche, è approntata una normativa *ad hoc* per i patti parasociali (con previsione, come già detto, del recesso in caso di OPA totalitaria o di offerta pubblica di acquisto o di scambio al 60% delle azioni ordinarie, nel rispetto delle condizioni indicate dall'art. 107).

Il controllo contabile delle società quotate resta attribuito alle società di revisione e sottratto al collegio sindacale, che vigila sull'osservanza della legge e dell'atto costitutivo, sul rispetto dei principi di corretta amministrazione e sull'adeguatezza della struttura amministrativa della società. Al collegio sindacale gli amministratori devono riferire tempestivamente e con periodicità almeno trimestrale sull'attività svolta e sulle operazioni di maggior rilievo economico, finanziario e patrimoniale, nonché sulle operazioni in potenziale conflitto di interessi. Sono così tra-

dotte in norme primarie le raccomandazioni già illustrate dalla CONSOB nella comunicazione del febbraio 1997[332].

Si fa strada l'idea che il quadro delineato dal legislatore possa e debba essere completato dall'autoregolamentazione dei partecipanti al mercato. La borsa italiana, auspica la CONSOB, potrebbe, in particolare, prevedere condizioni di quotazione «che raggiungano gli stessi obiettivi delle *listing rules* britanniche per quanto riguarda i rapporti con l'azionista di controllo e le operazioni con parti correlate»; diversamente la Commissione, pur non potendo dettare norme di comportamento degli amministratori, «potrà dettare prescrizioni precise sull'adempimento di un obbligo di comunicazione circa le operazioni societarie con parti correlate»[333].

Nel 1999 la Borsa s.p.a. vara, perciò, un codice di autodisciplina ad adesione volontaria per la *corporate governance* delle società quotate. Taluni istituti del codice, giova evidenziare, saranno recepiti dalla normativa primaria a venire. Il caso classico è quello degli amministratori indipendenti, prima raccomandati in sede di autodisciplina e poi previsti dalla legge sul risparmio del 2005.

Viene meno, con il t.u.f., il potere della CONSOB di approvazione del conferimento e della revoca dell'incarico alla società di revisione. La Commissione conserva, però, i poteri di vigilanza sulle società di revisione che già le spettavano in virtù del d.p.r. n. 136/1975. Come già visto per la disciplina degli intermediari, è previsto, anche qui, un obbligo delle società di revisione e del collegio sindacale di riferire alla CONSOB le irregolarità riscontrate nell'esercizio delle rispettive funzioni.

Nuova, soprattutto, la disciplina della tutela degli azionisti di minoranza, ai quali è attribuita, nelle percentuali di volta in volta stabilite: la possibilità di chiedere la convocazione dell'assemblea, di denunciare al tribunale gravi irregolarità di gestione, di promuovere l'azione sociale di responsabilità nei confronti degli amministratori e dei sindaci. In tale contesto va anche collocata la riduzione dei *quorum* deliberativi per le assemblee straordina-

[332] CONSOB, *Relazione 1996*, p. 16, e *Relazione 1999*, p. 58.
[333] CONSOB, *Relazione 1999*, p. 43.

rie. È introdotta anche una disciplina della sollecitazione e della raccolta delle deleghe di voto.

È, quello dell'estensione della tutela degli azionisti minoritari, un passaggio importante nell'evoluzione della disciplina del mercato mobiliare. Pur non segnando un ampliamento dei destinatari della stessa – la disciplina delle società quotate nasce, infatti, come visto, con l'istituzione stessa della CONSOB –, le norme a tutela degli azionisti minoritari non sono più confinate al solo profilo dell'informazione societaria, ma investono lo stesso modello organizzativo delle società che fanno istituzionalmente appello al pubblico risparmio, segnandone deviazioni significative rispetto al tipo disegnato dal codice civile. La tutela del risparmio investito in società quotate guadagna, così, in «comprensione», investendo profili prima considerati estranei alla disciplina speciale del mercato mobiliare. L'evoluzione normativa successiva testimonia tale progressiva estensione.

3.3.2. *La disciplina secondaria in materia di emittenti e di sollecitazione all'investimento e al disinvestimento.* Unitaria è la disciplina secondaria (delibera CONSOB n. 11520 del 1° luglio 1998) degli emittenti quotati e dei soggetti che sollecitano il pubblico risparmio, in questo secondo caso a prescindere dal fatto che si tratti di sollecitazione all'investimento o al disinvestimento (OPA).

Come evidenziato dalla CONSOB nella *Relazione 1998*,

> nell'elaborazione della normativa sugli emittenti l'Istituto si è ispirato ad alcuni principi. Il primo principio è stato quello di una maggiore responsabilizzazione degli operatori con riguardo al corretto svolgimento delle operazioni e all'informazione da fornire al mercato. Ciò ha condotto, tra l'altro, a non riconfermare le minuziose regole esistenti nelle previgenti normative sulle procedure di offerta pubblica di acquisto, scambio, vendita o sottoscrizione, lasciando maggiore spazio alla continua evoluzione delle tecniche di mercato. Il secondo principio è stato l'alleggerimento degli oneri regolamentari gravanti sugli operatori; non è più richiesta, tra l'altro, agli emittenti quotati la trasmissione del progetto di bilancio prima della sua disponibilità per il pubblico; sono stati contenuti i tempi di invio preventivo della documentazione concernente operazioni straordinarie; è stato inoltre evitato, in materia di partecipazioni rilevanti e patti parasociali [...] l'aggravio in sede regolamenta-

re di normative già particolarmente onerose in base alla legge. Il terzo principio è stato quello di consentire agli operatori la libertà di scelta dei mezzi di comunicazione da usare per adempiere agli obblighi di trasparenza: tra l'altro, è stato sempre previsto, salvi i vincoli imposti dalla legge, che gli avvisi stampa siano sostituibili da modalità diverse, ugualmente idonee ad assicurare la conoscibilità delle informazioni[334].

Da sottolineare, in materia di procedimento d'OPA, la previsione dell'obbligo della comunicazione senza indugio al mercato dell'intenzione di lanciare l'offerta, ben prima, cioè, che venga pubblicato il relativo documento d'offerta e dell'applicazione della c.d. *passivity rule* a partire da siffatta comunicazione. La previsione viene, però, sospesa dai giudici amministrativi[335]. La CONSOB deci-

[334] CONSOB, *Relazione 1998*, p. 50; sui contenuti del regolamento cfr. ivi, pp. 50 ss.

[335] CONSOB, *Relazione 1999*, p. 124. La questione verte sulla previsione, da parte dell'art. 37, comma 1, del reg. CONSOB in materia di emittenti, della comunicazione d'OPA al mercato, alla società «bersaglio» (e, cioè, emittente i titoli oggetto dell'offerta) e alla CONSOB e sugli effetti giuridici – in particolare sulla decorrenza o meno della *passivity rule* – riconducibili a detta comunicazione. Nel caso di specie, l'INA – società «bersaglio» dell'offerta pubblica di acquisto e di scambio lanciata dalle Assicurazioni Generali – propone ricorso al TAR del Lazio, chiedendo l'annullamento, previa sospensione degli effetti, per violazione degli artt. 102-104 del d.lgs. 58/1998: *i)* dell'art. 37, comma 1, reg. emittenti cit., che avrebbe introdotto un adempimento – la comunicazione al mercato, alla società bersaglio e alla CONSOB – diverso e aggiuntivo rispetto alla comunicazione alla sola CONSOB prevista dall'art. 102, comma 1, d.lgs. n. 58/1998; *ii)* dell'art. 35, lett. *c*, reg. cit., che avrebbe «retrodatato» l'inizio del periodo di offerta, e quindi gli effetti giuridici ad essa riconducibili, alla data della comunicazione prevista dalla norma regolamentare; *iii)* della nota CONSOB indirizzata all'INA n. DIS/99071599 del 2 ottobre 1999, secondo cui l'applicazione della *passivity rule* decorre dalla comunicazione ex art. 37, comma 1, reg. cit. dell'intenzione di lanciare un'OPA e non, invece, dalla pubblicazione ex art. 102, d.lgs. n. 58/1998, del documento informativo concernente un'offerta irrevocabile. Con ordinanza n. 2964/1999 il TAR del Lazio accoglie la domanda dell'INA di sospensione dell'efficacia degli artt. 35, comma 1, lett. *c*, e 37, comma 1, reg. cit. e della nota CONSOB cit. Il TAR – seppur in sede cautelare – ritiene non infondata la dedotta violazione degli articoli di legge in questione da parte delle norme del regolamento emittenti, che istituiscono «la comunicazione preventiva dell'intenzione di presentare l'offerta (cosiddetta prima comunicazione)», in quanto le fasi del procedimento d'OPA predeterminate per legge non possono essere modificate dalle disposizioni regolamentari CONSOB ex art. 103, d.lgs. n. 58/1998 cit. della stessa attuative.

de, nonostante la natura cautelare delle decisioni, di adeguarsi a esse, modificando la norma secondaria nel senso dell'abolizione dell'obbligo di comunicazione preventiva al mercato dell'intenzione di lanciare l'OPA e della decorrenza della *passivity rule* dal momento della presentazione alla Commissione del documento d'offerta.

Rileva la CONSOB nella *Relazione 1999*:

questa soluzione, necessitata, riduce la trasparenza informativa e la contendibilità. Essa inoltre, diversamente da quella adottata in precedenza, non è conforme alle prescrizioni della posizione comune del Consiglio sulla proposta di Direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto. Quan-

Poiché la legge – sembra ricavarsi dalla pronuncia del TAR – stabilisce una sequenza procedimentale sostanziantesi nella comunicazione alla CONSOB e nella successiva pubblicazione del documento d'offerta, sequenza nella quale non trova posto la comunicazione al mercato, quest'ultima non può essere introdotta da una norma regolamentare. Ulteriore profilo di illegittimità delle norme CONSOB impugnate va ravvisato – secondo il TAR – nella circostanza che esse riconnettono la decorrenza della *passivity rule* alla pubblicazione di una comunicazione (quella ex art. 37, comma 1, reg. cit.) che non contiene gli elementi informativi necessari «per consentire ai destinatari di pervenire a un giudizio fondato sull'offerta». Poiché tali informazioni – argomenta il giudice amministrativo – sono contenute nel documento d'offerta, è solo a partire dalla pubblicazione di quest'ultimo che «scatta» l'applicazione di una serie di disposizioni, tra le quali appunto la *passivity rule*. In altri termini la comunicazione al mercato non ha lo stesso contenuto del documento d'offerta, per questo – ritiene il TAR – non possono ad essa riconnettersi le stesse conseguenze che la legge riconduce alla pubblicazione del documento d'offerta.

Avverso l'ordinanza del TAR del Lazio la CONSOB propone appello al Consiglio di Stato. Quest'ultimo accoglie solo in parte l'appello, sospendendo, con ordinanza n. 1924/1999, l'efficacia dell'art. 35, lett. *c*, reg. CONSOB cit. e della suddetta nota CONSOB del 2 ottobre 1999, nei limiti in cui vincolano al rispetto della *passivity rule* anteriormente alla presentazione dell'offerta completa di cui agli artt. 37, comma 2, reg. e 102 t.u.f. Il Consiglio di Stato ritiene, in particolare, illegittima la definizione del periodo di offerta contenuta nell'art. 35, lett. *c*, reg. CONSOB in materia di emittenti. E ciò in quanto – a suo dire – la norma regolamentare, nell'indicare detto periodo quale quello intercorrente «tra la data della prima comunicazione al mercato e la data prevista per il pagamento del corrispettivo», consente alla CONSOB di ritenere, con interpretazione vincolante per gli operatori, che la *passivity rule* trovi applicazione sin dalla comunicazione ex art. 37, comma 1, reg. cit. Il Consiglio di Stato esclude, invece, la natura lesiva dell'art. 37, comma 1, reg. CONSOB, articolo, comunque, inidoneo a produrre il danno di cui all'art. 21, l. n. 1034/1971.

do quella Direttiva verrà emanata, il legislatore italiano dovrà adeguarvisi, colmando le lacune del Testo unico della finanza e offrendo solida base di legislazione primaria alla previsione di una prima comunicazione, alla decorrenza, da quel momento, della regola di passività, alla definizione precisa dei termini entro cui deve essere presentato il documento di offerta[336].

L'occasione è buona per sollevare il problema dei limiti del sindacato giurisdizionale sugli atti regolamentari della CONSOB: richiamata la propria natura di autorità indipendente, la Commissione rileva, così, che

> nel sistema vigente i regolamenti emanati da un'autorità amministrativa sono soggetti a impugnazione e ad annullamento per vizio di legittimità dinanzi al giudice amministrativo, il quale potrà sospenderne l'efficacia, ove dall'immediata esecuzione dell'atto impugnato possa derivare grave danno per il ricorrente. Ma questo sistema, essenzialmente concepito per garantire il privato contro gli eccessi di potere di una pubblica amministrazione, si adatta con maggiore difficoltà a situazioni in cui l'atto amministrativo con contenuto regolamentare sia volto a disciplinare non già l'esercizio del potere dell'amministrazione verso il privato, ma una serie generale e astratta di rapporti tra privati[337].

Le norme sull'OPA sono di nuovo modificate nel 2001, per quanto attiene alla materia delle offerte concorrenti e all'esenzione dall'obbligo di offerta connessa a operazioni di fusione e di scissione[338].

Rilevanti anche le modifiche alla disciplina del prospetto informativo di quotazione e di sollecitazione, introdotte nel maggio 1999, dal nuovo regolamento emittenti. Le più importanti innovazioni riguardano la c.d. «scissione» del prospetto (cioè la possibilità di pubblicare, in momenti distinti, le informazioni sull'attività e la situazione economica, patrimoniale e finanziaria da un lato e le informazioni sugli strumenti finanziari e

[336] CONSOB, *Relazione 1999*, p. 35.
[337] Ivi, p. 36.
[338] CONSOB, *Relazione 2001*, pp. 11 e 66 ss.

sull'operazione dall'altro), l'eliminazione dell'obbligo della previa consegna del prospetto, la possibilità di determinare e rendere noti alcuni elementi essenziali della sollecitazione (quali il prezzo massimo) dopo la pubblicazione del prospetto[339]. All'interno del prospetto informativo concernente l'offerta al pubblico di quote di fondi è introdotto un parametro oggettivo di riferimento (*benchmark*)[340].

In materia di società quotate, il regolamento ridefinisce la normativa secondaria dell'informativa sui compensi percepiti dagli amministratori e dai sindaci. In particolare, è previsto l'obbligo di presentare il quadro dei compensi, articolato, nella nota informativa al bilancio di esercizio, secondo la natura del compenso stesso. La scelta trova giustificazione nella rilevanza pubblica delle informazioni sui compensi, «non ravvisandosi particolari esigenze di vigilanza che possano giustificare un invio sistematico di tali informazioni alla sola Autorità di controllo, come prima previsto dalla legge n. 216/1974»[341].

[339] CONSOB, *Relazione 1999*, pp. 85 ss.
[340] Ivi, pp. 118 ss.
[341] Ivi, p. 60.

VII.
IL COMPLETAMENTO DELLA DISCIPLINA DEL MERCATO MOBILIARE. GLI INTERVENTI LEGISLATIVI SUCCESSIVI AL T.U.F., LE SPINTE CENTRIFUGHE E LA TENUTA DEL SISTEMA

1. *Gli interventi legislativi volti a favorire lo sviluppo del mercato*

Alcuni interventi normativi successivi al t.u.f. tendono a favorire lo sviluppo del mercato mobiliare, ma non ne ampliano, sostanzialmente, l'oggetto della disciplina.

In particolare: *a)* il d.lgs. n. 213/1998, che reca disposizioni per l'introduzione dell'euro, contempla norme sulla dematerializzazione degli strumenti finanziari negoziati o destinati alla negoziazione nei mercati regolamentati, che vanno coordinate con quelle, già previste dal t.u.f., sulla gestione accentrata di strumenti finanziari; *b)* la l. n. 130/1999 sulla cartolarizzazione dei crediti favorisce la trasformazione dei crediti di impresa in titoli, creando così un nuovo oggetto per l'investimento del risparmio; *c)* il d.lgs. n. 299/1999 consente la conversione di una parte del trattamento di fine rapporto dei lavoratori dipendenti delle società quotate in titoli destinati alla gestione dei fondi pensione, contribuendo per tale via alla rivitalizzazione di tali intermediari; la materia dei fondi pensione trova poi una compiuta sistemazione nel d.lgs. n. 252/2005 recante un'organica disciplina delle forme pensionistiche complementari che sostituisce la l. n. 124/1993.

2. *Le ricadute sul t.u.f. della riforma del diritto societario*

La riforma del diritto societario investe due distinti profili: la tutela penale e la disciplina civilistica delle società di capitali, entrambe con ricadute sul diritto del mercato mobiliare.

Il d.lgs. 11 aprile 2002, n. 61, modifica il diritto penale societario ispirandosi a tre direttive di fondo: riduzione dell'area dei comportamenti penalmente rilevanti (falso in bilancio); individuazione del bene protetto dalla norma penale nel danno patrimoniale subito dal soggetto offeso; disciplina differenziata per le società quotate da un lato e non quotate dall'altro. La stessa collocazione di talune fattispecie penali viene rivista. Norme prima contenute nel testo unico della finanza trovano la loro sede nel codice civile. È prevista una fattispecie generale di reato, sostitutiva delle precedenti numerose figure, a tutela dell'attività di vigilanza sui diversi comparti del mercato finanziario (art. 2638 c.c.)[342]. Il

[342] Cfr. O. Capolino, R. D'Ambrosio, *La tutela penale dell'attività di vigilanza*, in Banca d'Italia, «Quad. ric. giur.», n. 67, Roma 2009, ove anche una dettagliata ricostruzione dell'evoluzione delle norme penali poste a tutela dell'attività di vigilanza sul mercato mobiliare.

prodotto della riforma è una diminuzione della tutela penale del mercato mobiliare. La l. n. 262/2005 comporterà, come vedremo in prosieguo, un aumento delle pene, piuttosto che un'inversione di tendenza circa l'area coperta dalla tutela penale.

La riforma organica delle società di capitali è contenuta nel d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, mentre il d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 5, disegna una disciplina del processo societario, nell'ambito del quale trovano collocazione anche le controversie tra intermediari e clienti. La riforma del processo societario verrà poi, tuttavia, «cancellata» dalla legge 18 giugno 2009, n. 69.

Con d.lgs. 6 febbraio 2004, n. 37, il t.u.f. è adeguato alla riforma delle società di capitali. Il decreto legislativo ha cura, innanzitutto, di rendere neutro, sotto il profilo dei compiti e dei doveri dell'organo di controllo societario, il sistema di *governance* prescelto. Le modifiche apportate al t.u.f. riguardano, tuttavia, la sola *governance* delle società quotate, e in particolare la partecipazione degli azionisti di minoranza alla nomina di tutti gli organi di controllo, che verrà poi accresciuta dalla l. n. 262/2005. Per una modifica della *governance* degli intermediari occorre, invece, attendere i regolamenti attuativi del t.u.f. successivi al recepimento della direttiva MiFid.

Rilevanti, tra gli ulteriori profili di possibile impatto sulla disciplina del mercato mobiliare: *a)* l'introduzione di una disciplina delle società cc.dd. «aperte», che cioè, pur non essendo quotate, hanno azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante; *b)* la possibilità, demandata all'autonomia statutaria, di creare strumenti ibridi «diretti ad acquisire sia capitale di rischio sia capitale di debito, con possibile arricchimento della gamma di strumenti e prodotti finanziari negoziabili, purché adeguatamente tipizzati, sul mercato mobiliare»[343]; *c)* la previsione di una nuova disciplina dei limiti della raccolta obbligazionaria delle s.p.a.[344].

[343] Costi, *Il mercato mobiliare* cit., p. 41.

[344] La regola generale prevista dall'art. 2412 c.c. è che la s.p.a. può emettere obbligazioni entro il limite del doppio del capitale e delle riserve (legale e disponibile) risultanti dall'ultimo bilancio approvato. Il limite generale può essere superato se le obbligazioni eccedenti sono destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali sottoposti a vigilanza prudenziale. In caso di successiva circolazione delle obbligazioni, chi le trasferisce risponde della

Nel 2004 anche il regolamento CONSOB in materia di emittenti è adeguato alle innovazioni introdotte dalla riforma del diritto societario in materia di sistemi di organizzazione e controllo delle società[345].

3. *La l. n. 262/2005 e la prima «virata» in senso pubblicistico*

Nel corso del 2003, si verificano una serie di scandali finanziari, che coinvolgono emittenti e intermediari, scandali che, «per la dimensione delle attività e degli interessi compromessi e per la gravità delle patologie manifestate», colpiscono profondamente «il mercato finanziario italiano»[346]. I problemi che emergono interessano, da un lato, «la qualità dell'informazione societaria e l'efficacia dei relativi meccanismi di controllo, interni ed esterni alla società», dall'altro, «la correttezza dei rapporti tra risparmiatori e intermediari nell'ambito della molteplicità di ruoli svolti dagli intermediari finanziari»[347]. Sotto tale

solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali. Il limite del doppio del patrimonio non si applica all'emissione di obbligazioni destinate a essere quotate, effettuata da società con azioni quotate. La disposizione del codice civile va però coordinata con il regime risultante dall'art. 11 del t.u.b. sulla raccolta del risparmio di debito da parte di soggetti diversi dalle banche. Dal coordinamento delle norme del codice e dell'art. 11 del t.u.b. risultano quattro differenti regimi: raccolta obbligazionaria delle s.p.a. non quotate nei limiti, previsti dal codice civile, del doppio del patrimonio netto; raccolta obbligazionaria tramite investitori qualificati consentita dal codice civile anche in misura eccedente il limite suddetto; raccolta obbligazionaria delle s.p.a. con titoli quotati nei limiti previsti dal CICR anche in deroga a quelli del codice civile (delibere CICR 19 luglio 2005 e 22 febbraio 2006); raccolta delle società con azioni quotate effettuata tramite obbligazioni quotate consentita dal codice civile in assenza di limiti quantitativi all'emissione.

[345] CONSOB, *Relazione 2004*, p. 190.

[346] CONSOB, *Relazione 2003*, p. 4.

[347] Ivi, p. 5. In particolare, si legge nella citata relazione, pp. 5-7: «nel caso Parmalat è stata preponderante la falsificazione dell'informazione societaria, che ha nascosto per molti anni la reale situazione della società. Nel caso Cirio, invece, gli elementi critici della situazione finanziaria sono stati gradualmente resi noti, anche per le progressive pressioni della Consob. Nonostante ciò, si è verificata una ampia diffusione presso il pubblico di titoli obbligazionari senza la necessaria, esaustiva e tempestiva informazione sulle loro caratteristiche di

secondo profilo l'attività ispettiva che ne segue rileva «aree critiche che trascendono il caso specifico e caratterizzano il modo stesso di prestare il servizio di investimento da parte degli intermediari, denotando carenze e difetti di ordine procedurale, e come tali suscettibili di dispiegare i propri effetti a prescindere dalla tipologia specifica dello strumento finanziario trattato»; viene seguito un approccio trasversale, «fondato su di un'analisi dell'idoneità delle procedure e dell'assetto organizzativo ad assicurare il rispetto delle regole di condotta»[348].

L'indagine parlamentare[349] occasionata da tali scandali e i contributi da più parti apportati alla definizione di un intervento riformatore[350] costituiscono l'*humus* su cui si innesta l'iter del di-

rischiosità nella fase della negoziazione [...]. I fenomeni descritti hanno comportato una maggiore opacità strutturale delle imprese e hanno enfatizzato l'importanza del ruolo dei controlli interni. Le principali criticità venute alla luce riguardano proprio questa area. È anche apparsa evidente una ripetuta violazione delle regole di condotta da parte degli organi sociali e dei soggetti a cui compete la revisione contabile e la certificazione, tale da risultare, in ipotesi, anche di ostacolo all'esercizio delle funzioni di vigilanza delle pubbliche Autorità. Pure l'informazione societaria di tipo "derivato" – fornita cioè dal mercato tramite la produzione di studi e l'emissione di giudizi di rating – non ha contribuito in positivo a segnalare ipotesi di gravi anomalie né a fare individuare possibili illeciti o irregolarità [...]. Profili critici sono emersi in relazione all'evoluzione del ruolo delle banche, che hanno esteso sempre più la propria attività ai servizi di investimento, mantenendo una forte centralità nei meccanismi di allocazione del risparmio. Anche i sistemi di finanziamento delle imprese hanno visto un graduale spostamento dal credito bancario verso forme di finanziamento orientate al mercato [...]. Un ulteriore profilo problematico trae origine da una lacuna del sistema normativo, su cui si è innestato il comportamento non conforme dei soggetti interessati. La diffusione al pubblico di prodotti complessi di matrice bancaria, frutto della combinazione di diversi strumenti finanziari, ha potuto godere dell'esenzione dagli obblighi di redazione e pubblicazione del prospetto informativo riservata ai prodotti finanziari emessi dalle banche»; per una descrizione dettagliata degli scandali finanziari del 2003, cfr. CONSOB, *Relazione 2003*, pp. 7 ss. e 25 ss.

[348] CONSOB, *Relazione 2004*, p. 167.

[349] *Indagine conoscitiva delle Commissioni riunite di Camera e Senato sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio.*

[350] Le linee d'intervento suggerite dalla CONSOB sono riportate nella *Relazione 2003*, pp. 69-74; si tratta in sintesi di: favorire una maggiore dialettica tra le funzioni esecutive e quelle di controllo; rafforzare i poteri e le responsabilità dei soggetti incaricati delle funzioni di controllo; migliorare gli standard di qualità e garantire la terzietà dell'attività di revisione; rafforzare i controlli e la tra-

segno di legge sul risparmio[351]. La l. n. 262/2005 (c.d. «legge sul risparmio») e i relativi decreti attuativi modificano la *governance* delle autorità di vigilanza, nonché l'assetto e i contenuti dei relativi poteri[352]. Mutano le norme sui procedimenti e sugli atti delle autorità medesime. Per l'adozione degli atti di regolazione è previsto, in particolare (art. 23), un procedimento nell'ambito del quale, per assicurare il rispetto del principio di proporzionalità, sono coinvolte le associazioni di categoria degli intermediari vigilati, dei prestatori dei servizi di mercato e dei risparmiatori[353]. Si tratta di una legittimazione dal basso del potere regolamentare

sparenza sulle operazioni con parti correlate e sull'uso di società domiciliate nei cosiddetti paradisi fiscali e legali, prevedere adeguati standard di correttezza di comportamento per i fornitori della cosiddetta informazione derivata, rendere più efficaci i limiti per l'emissione di obbligazioni, limitare la cessione al pubblico di titoli oggetto di collocamento privato, oltreché ovviamente rafforzare i poteri dell'autorità di vigilanza e il sistema sanzionatorio. Cfr., in dottrina, il volume *Nuove prospettive della tutela del risparmio*, Atti del Convegno di Napoli (27-28 maggio 2005), Milano 2006.

[351] Sui contenuti del d.d.l. approvato dalla Camera dei deputati e all'epoca all'esame del Senato, cfr. CONSOB, *Relazione 2004*, pp. 60 ss. La CONSOB valuta positivamente le modifiche legislative proposte, intese a rafforzare i controlli interni sulla gestione delle imprese e la sorveglianza della corretta rappresentazione della loro situazione finanziaria, la valorizzazione del ruolo delle minoranze, le norme sulla trasparenza delle società estere, le disposizioni in materia di circolazione presso il pubblico di strumenti finanziari collocati presso investitori professionali, il rafforzamento dei presidi in materia di conflitti di interesse, in particolare nei rapporti tra banche e imprese. La CONSOB si sofferma in particolare (pp. 61 s.) sulle modifiche al riparto di competenze tra autorità, valutando positivamente «quegli interventi che hanno rimosso talune carenze del t.u.f., in molteplici occasioni e sedi lamentate, che attualmente non attribuiscono alla CONSOB la vigilanza di trasparenza e correttezza su taluni prodotti bancari e assicurativi aventi connotazione prettamente finanziaria».

[352] È modificata la *governance* della Banca d'Italia con particolare riferimento ai meccanismi di nomina e di revoca dei componenti gli organi decisionali, alla durata della relativa carica, alla competenza per l'adozione degli atti a rilevanza esterna, che passa dal Governatore al Direttorio.

[353] L'art. 23, comma 2, della l. 262/2005, dispone, in particolare, che «nella definizione del contenuto degli atti di regolazione generale, le autorità [e cioè la CONSOB, la Banca d'Italia, l'ISVAP e la COVIP] tengono conto in ogni caso del principio di proporzionalità, inteso come criterio di esercizio del potere adeguato al raggiungimento del fine, con minore sacrificio degli interessi dei destinatari» e che, «a questo fine», cioè, in vista della realizzazione del principio di proporzionalità, «esse consultano gli organismi rappresentativi dei soggetti vigilati, dei prestatori di servizi finanziari e dei risparmiatori».

dell'autorità di vigilanza, di un surrogato del principio di legalità, come sancito da un'importante pronuncia del Consiglio di Stato del dicembre 2006[354].

È introdotta anche (dall'art. 4, d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303) – in linea con i principi adottati in seno allo IOSCO per la vigilanza sul mercato mobiliare e con analoghe disposizioni presenti in altri ordinamenti – una norma (art. 24, comma 6-*bis*, l. n. 262/2005) che circoscrive la responsabilità delle autorità e dei loro dipendenti ai casi di dolo e di colpa grave[355].

[354] In particolare, la VI sezione del Consiglio di Stato (sentenza n. 7972 del 27 dicembre 2006) sottolinea che «l'esercizio di poteri regolatori da parte di Autorità, poste al di fuori della tradizionale tripartizione dei poteri e al di fuori del circuito di responsabilità delineato dall'art. 95 della Costituzione, è giustificato anche in base all'esistenza di un procedimento partecipativo, inteso come strumento della partecipazione dei soggetti interessati sostitutivo della dialettica propria delle strutture rappresentative»; e, ancora, che «in assenza di responsabilità e di soggezione nei confronti del Governo, l'indipendenza e neutralità delle Autorità può trovare un fondamento dal basso, a condizione che siano assicurate le garanzie del giusto procedimento e che il controllo avvenga poi in sede giurisdizionale».

[355] Per un'analisi comparatistica della norma in questione, delle disposizioni limitative della responsabilità delle autorità di vigilanza previste in altri ordinamenti UE e delle relative applicazioni giurisprudenziali cfr. R. D'Ambrosio, *La responsabilità delle autorità di vigilanza: disciplina nazionale e analisi comparatistica*, in Galanti, *Diritto delle banche e degli intermediari* cit., pp. 249 ss. Nel testo si affronta anche, tra le altre, la questione della compatibilità delle disposizioni suddette con l'ordinamento comunitario e la soluzione positiva fornita dalla Corte di giustizia UE nella decisione sul caso *Peter Paul* del 12 ottobre 2004 con riguardo al segmento bancario del mercato finanziario; a conclusioni non necessariamente analoghe conduce, tuttavia, l'esame delle direttive in materia di mercato mobiliare, che configurano in capo ai risparmiatori posizioni giuridiche soggettive direttamente tutelabili in base alle norme in esse contenute. Specificamente rivolte alla tutela degli investitori sono, infatti, le direttive in materia di prospetti informativi per l'ammissione a quotazione di valori mobiliari (80/390/CEE) e per l'offerta al pubblico dei medesimi (89/298/CEE), poi consolidate nella dir. 2003/71/CE. Si pensi agli artt. 4 della dir. 80/390/CEE, 11 della dir. 89/298/CEE e 5 della dir. 2003/71/CE, relativi al contenuto del prospetto informativo. Tale documento deve contenere, come indicato nell'ultimo degli articoli richiamati che ricalca in sostanza i primi due, le informazioni necessarie «affinché gli investitori possano giudicare con cognizione di causa la situazione patrimoniale e finanziaria, i risultati economici e le prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, come pure i diritti connessi agli strumenti finanziari». Disposizioni analoghe si rinvengono nella dir. 2004/109/CE sulle informazioni periodiche. La tutela del cliente è, inoltre, considerata dalla direttiva sui servizi di investimento, sia nei considerando sia

Viene, inoltre, rivisto l'assetto delle competenze tra la CONSOB e la Banca d'Italia[356].

Si pensi, a tacer d'altro, ai poteri, anche normativi, attribuiti alla CONSOB in materia di collocamento di prodotti finanziari emessi dalle banche e dalle imprese di assicurazione al fine di garantire il rispetto delle regole di trasparenza e di correttezza previste dal testo unico della finanza (art. 25-*bis* del t.u.f.); all'esercizio anche di tali poteri va ricondotta l'importante comunicazione CONSOB n. DIN/9019104 del 2 marzo 2009 sulla distribuzione di prodotti finanziari illiquidi.

Come pure si pensi ai poteri della CONSOB in materia di titoli di debito bancari, assoggettati alla disciplina del prospetto informativo (art. 100 del t.u.f.), nonché al depotenziamento dell'art. 129 del t.u.b. sui controlli volti ad assicurare la stabilità a breve e l'efficienza del mercato primario dei titoli di debito[357].

nell'articolato. La direttiva, diversamente dalle precedenti, riguarda la vigilanza sugli intermediari che offrono al pubblico servizi di investimento. Ma, pur riguardando la vigilanza sugli intermediari, essa privilegia rispetto alla sana e prudente gestione degli stessi le regole di condotta e di trasparenza che devono essere osservate nella prestazione del servizio offerto ai clienti.

[356] La questione del riparto di competenze in materia di intermediari, che già presenta, come visto, profili di problematicità nel t.u.f. e nei regolamenti di esso attuativi, si complica con l'aggiunta del comma 2-*bis* all'art. 6 del t.u.f. ad opera dell'art. 10, comma 1, lett. *a*, della legge sul risparmio; tale comma prevede, infatti, che la Banca d'Italia d'intesa con la CONSOB disciplini i casi in cui, al fine di prevenire conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento, anche rispetto alle altre attività svolte dal soggetto abilitato, determinate attività debbano essere prestate da strutture distinte e autonome. La disciplina secondaria non viene, però, mai emanata ed è destinata a essere superata dalle disposizioni di recepimento della MiFid.

[357] Quest'ultima norma, introdotta per assicurare il perseguimento delle indicate finalità macroeconomiche, si rileva inadeguata a proteggere gli interessi dei risparmiatori destinatari *uti singuli* di titoli di debito atipici. L'attenzione all'obiettivo di assicurare, oltreché la stabilità, anche l'efficienza del mercato primario e la stessa normativa attuativa dell'art. 129 del t.u.b. (adottata dal CICR e, in seconda battuta, dalla Banca d'Italia) lasciano, invero, intravedere una tale possibilità. La sostanziale abrogazione dell'art. 129 del t.u.b. è, perciò, il prodotto di un equivoco: quello, cioè, di voler piegare a finalità di tutela dei risparmiatori una norma nata per esigenze di stabilità del mercato. Il nuovo testo attribuisce, in ogni caso, alla Banca d'Italia soltanto il potere di richiedere agli emittenti strumenti finanziari segnalazioni consuntive sui titoli emessi per finalità conoscitive dell'evoluzione dei prodotti e dei mercati finanziari.

Per i contratti assicurativi a prevalente contenuto finanziario, individuati dalla stessa legge nelle polizze dei rami vita III (cc.dd. *unit* e *index linked*) e V (operazioni di capitalizzazione), la CONSOB predispone, a sua volta, nell'ambito delle norme regolamentari in materia di emittenti, le regole che le imprese di assicurazione devono rispettare nello svolgimento dell'offerta e gli schemi di prospetti informativi per i differenti prodotti finanziario-assicurativi. Non è, però, previsto un controllo preventivo su tali prodotti, ma meccanismi di monitoraggio della trasparenza dell'offerta successivi al deposito del prospetto[358].

Per l'approvazione dei prospetti di emissione delle obbligazioni bancarie la legge prevede (art. 94-*bis*, comma 4, del t.u.f.) la stipula di un protocollo d'intesa tra la CONSOB e la Banca d'Italia. Si tratta, infatti, di una materia delicata, nella quale esigenze di tutela informativa dei sottoscrittori vanno contemperate con l'obiettivo di salvaguardare la stabilità degli intermediari e del sistema finanziario nel suo complesso.

Secondo la CONSOB, l'approvazione della legge sul risparmio non risolve, tuttavia, tutti i problemi: permangono aree di disomogeneità normativa e di sovrapposizione di poteri tra autorità.

Si tratta, in particolare, «della prevista esenzione dei prodotti finanziari emessi dalle imprese di assicurazione dalla disciplina dell'offerta fuori sede e delle obbligazioni bancarie dalla normativa sui titoli diffusi»; mentre, nel campo del risparmio gestito, la CONSOB lamenta che restino affidate alla Banca d'Italia «competenze in materia di ripartizione dei rischi e di approvazione del regolamento di gestione degli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR), nonostante tali aspetti attengano a profili di trasparenza e correttezza, come confermato dalle regole analoghe sulle gestioni individuali»[359].

A complicare il quadro del riparto di compiti tra autorità è poi anche l'art. 27, comma 1, del d.lgs. 6 settembre 2005, n. 206 (codice del consumo), che individua nell'Antitrust l'autorità competente in materia di pratiche commerciali scorrette. Infatti, nel caso in cui tali pratiche abbiano a oggetto servizi sottoposti

[358] CONSOB, *Relazione 2007*, pp. 74 s.
[359] CONSOB, *Relazione 2005*, p. 34.

a discipline speciali, quali, tra l'altro, quelle afferenti i servizi finanziari, il cui rispetto è presidiato da altre *authorities*, si pone un problema di coordinamento tra autorità. Tale problema è risolto dal Consiglio di Stato con il parere n. 3999 del 3 dicembre 2008. In esso, utilizzando il criterio della specialità, l'organo consultivo perviene alla conclusione che la normativa, appunto speciale, contenuta nel t.u.f., finalizzata a garantire trasparenza e correttezza degli operatori nei confronti del mercato e dei risparmiatori, prevale rispetto a quella del codice del consumo anche ai fini dell'identificazione dell'autorità competente, che va perciò individuata nella CONSOB e non nell'Antitrust.

Nel settore delle OPA bancarie, i possibili attriti tra le procedure autorizzatorie richieste dalla vigilanza prudenziale e il nulla-osta al documento d'offerta trovano una prima soluzione nell'abolizione da parte della Banca d'Italia (provvedimento del 28 agosto 2006) dell'obbligo di comunicare alla stessa il progetto di acquisizione del controllo di una banca ancor prima che esso sia sottoposto al consiglio di amministrazione.

La l. n. 262/2005 segna, inoltre, un punto di svolta importante nel dosaggio tra intervento pubblico e autoregolamentazione del mercato. Sono, infatti, accresciuti – ed è quello che in questa sede più preme sottolineare – i poteri autoritativi della CONSOB in materia di mercati, di sollecitazione del pubblico risparmio e di società di revisione e ciò in controtendenza rispetto alle scelte di fondo operate dal decreto Eurosim prima e dal t.u.f. poi.

È previsto, in particolare, che la società di gestione del mercato comunichi alla CONSOB le proprie decisioni in ordine all'ammissione, all'esclusione e alla sospensione degli strumenti finanziari e degli operatori dalle negoziazioni; e che la CONSOB possa vietare l'esecuzione di tali decisioni e chiedere essa stessa alla società di gestione l'adozione dei provvedimenti di sospensione o di esclusione (art. 64, comma 1, lett. *c*, e comma 1-*bis*, t.u.f.).

All'art. 94 del t.u.f. la legge sul risparmio aggiunge un comma 5-*bis* che, sulla falsariga dell'art. 117, comma 8, del t.u.b., attribuisce alla CONSOB il potere di determinare «quali strumenti o prodotti finanziari, quotati in mercati regolamentati ovvero diffusi tra il pubblico [...] e individuati attraverso una particolare denominazione o sulla base di specifici criteri qualificativi, devono avere un contenuto tipico determinato». A seguito del d.lgs.

n. 51/2007, che, nel recepire la dir. 2003/71/CE relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari, innova la disciplina del t.u.f. sulla sollecitazione all'investimento, la disposizione è contenuta nell'art. 95, comma 4, del medesimo testo unico.

Al potere CONSOB di approvazione delle delibere di conferimento e di revoca dell'incarico alla società di revisione, soppresso all'epoca dal t.u.f., è sostituito (nuovo testo dell'art. 159, t.u.f.) un potere di divieto della relativa esecuzione entro un termine di venti giorni dalla comunicazione delle delibere stesse alla Commissione; decorso inutilmente detto termine le delibere possono avere esecuzione.

4. *Il recepimento delle direttive comunitarie e la legislazione torrentizia del primo decennio degli anni Duemila: un tentativo di sistemazione per aree d'intervento*

La necessità di recepire una serie di direttive comunitarie occasiona ulteriori interventi del legislatore primario. È una legislazione torrentizia inimmaginabile senza l'*input* comunitario.

Se ne tenta nei paragrafi successivi una sistemazione, non rigorosamente cronologica, ma ordinata secondo il segmento del mercato mobiliare sul quale il recepimento incide. Verranno, perciò, esaminati, nell'ordine, gli interventi conseguenti al recepimento del *market abuse* (che hanno un impatto sulla materia delle sanzioni e degli emittenti), della direttiva MiFid (che innovano il quadro normativo dell'intermediazione e dei mercati), delle direttive sull'OPA, sui prospetti, sulla c.d. *transparency* e sull'esercizio dei diritti degli azionisti delle società quotate (che investono, di nuovo, il settore degli emittenti).

Nell'esaminare i provvedimenti legislativi in questione si privilegerà, rispetto alla descrizione puntuale delle modifiche da essi apportati al quadro normativo in cui di volta in volta si innestano, l'evidenziazione di alcune linee di tendenza che li connotano, tra cui, in particolare, l'accrescimento della tutela dei risparmiatori e l'ampliamento dei poteri pubblici della CONSOB, che avviene spesso a scapito, come per la materia dei mercati, dell'autoregolamentazione degli operatori.

Ma l'importanza, nel settore che ci occupa, dell'intervento del legislatore comunitario non si manifesta soltanto nei provvedimenti adottati con riguardo ai singoli istituti del mercato mobiliare.

Investe lo stesso meccanismo di produzione normativa. È introdotta la c.d. procedura Lamfalussy[360], che prefigura un articolato sistema di legislazione europea così strutturato: le direttive di Livello 1 contengono disposizioni di carattere generale, il cui contenuto viene specificato da direttive o regolamenti adottati direttamente dalla Commissione europea, secondo la procedura di Comitologia (misure di Livello 2), avvalendosi delle proposte presentate dal CESR (Committee of European Securities Regulators), che riunisce le autorità di vigilanza, e approvate con il concorso del Comitato valori mobiliari (Securities Committee). Seguono le misure di Livello 3, standard adottati dal CESR al fine di favorire una maggiore convergenza delle prassi operative delle diverse autorità di vigilanza.

Tale meccanismo (è questa la ragione per cui se ne parla in questa sede)

> riduce notevolmente la discrezionalità da parte del legislatore nazionale e delle Autorità nazionali di vigilanza, restringendo sia le aree dove la mancanza di armonizzazione rende possibile applicare la regolamentazione nazionale, sia le opzioni che possono essere esercitate all'atto del recepimento delle diverse direttive [...]. Questo implica che, una volta stabilito il modello europeo di regolamentazione e di protezione degli investitori, rimarrà poco spazio al legislatore nazionale per soluzioni proprie che porrebbero non solo problemi di compatibilità con il diritto comunitario, ma originerebbero fenomeni di *reverse discrimination* a danno degli operatori nazionali. Gli operatori degli altri paesi, infatti, presterebbero i propri servizi in base alla regolamentazione vigente nel paese di origine[361].

All'armonizzazione a livello comunitario delle norme contribuiscono, peraltro, le stesse autorità nazionali. L'indipendenza

[360] Sulla quale vedi, più diffusamente, anche *supra* Parte I, cap. VI, par. 5.
[361] CONSOB, *Relazione 2003*, pp. 52 s.

funzionale di queste ultime rispetto ai governi nazionali ne risulta, quindi, visibilmente accresciuta proprio nella fase, fondamentale, di elaborazione delle regole.

4.1. *La manipolazione del mercato e l'estensione dei poteri della CONSOB sugli emittenti quotati*

In attuazione della dir. 2003/6/CE[362] è adottata la l. n. 62/2005[363], che detta una compiuta disciplina dell'abuso di informazioni privilegiate e della manipolazione del mercato.

Il sistema sanzionatorio prima previsto dal t.u.f. subisce una modifica radicale.

La direttiva impone sanzioni amministrative per gli abusi di mercato, ma lascia agli Stati membri la possibilità di prevedere anche sanzioni penali. Il recepimento della direttiva comporta, perciò, rispetto al regime previgente, che già conosce le sanzioni penali, l'introduzione di un compiuto sistema di sanzioni amministrative, aggiuntive rispetto alle prime e con esse cumulabili. Il quadro normativo che ne risulta non contribuisce certo alla chiara individuazione delle condotte sanzionabili[364].

[362] La direttiva, proposta dalla Commissione il 30 maggio 2001, è approvata il 3 dicembre 2002. Sui contenuti della proposta, sull'iter di approvazione e sui contenuti della stessa, cfr. CONSOB, *Relazione 2001*, pp. 126 ss., *Relazione 2002*, pp. 37 ss. e 167 ss., *Relazione 2003*, p. 58.

[363] Sulle principali novità introdotte dalla legge, cfr. CONSOB, *Relazione 2004*, pp. 4 s.

[364] La delimitazione tra fattispecie manipolative che configurano un illecito penale ovvero un illecito amministrativo è opera della giurisprudenza. Per la Cass. pen., sez. VI, 16 marzo 2006, n. 15199, «le fattispecie in questione, previste dagli artt. 185 e 187-*ter*, entrambe riferite a casi di manipolazione del mercato, presentano alcuni elementi differenziali. Tra tali elementi di differenziazione, oltre ad una più dettagliata previsione delle condotte punibili, vi è il riferimento al dato quantitativo dell'alterazione del prezzo degli strumenti finanziari causato dalle operazioni poste in essere sul mercato, presente solo nella disposizione penale»; il reato si differenzia inoltre dall'illecito amministrativo perché richiede la presenza di condotte truffaldine o artificiose; «l'art. 187 *ter* [...] non è riferibile a condotte qualificabili *lato sensu* come "truffaldine" o "artificiose", in quanto realizza una tutela anticipata, attraverso la minaccia di sanzioni amministrative che colpiscono singole condotte astrattamente in grado di produrre un "disturbo" dei mercati finanziari. Una linea distintiva ai fini dell'applicazione delle due disposizioni può individuarsi proprio nella presenza

Il nuovo regime sanzionatorio ha come effetto collaterale l'attribuzione alle autorità di vigilanza della potestà sanzionatoria amministrativa, prima riservata al ministro del Tesoro, e l'introduzione del principio di separazione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie: ciò non solo per i procedimenti afferenti le sanzioni in materia di *market abuse* ma anche per quelli attinenti a tutte le altre sanzioni amministrative previste dal t.u.f.

Sono considerevolmente accresciuti i poteri d'indagine della CONSOB, esercitabili ora «nei confronti di chiunque possa essere informato sui fatti», a prescindere dalla circostanza che sia o no già sottoposto alla vigilanza dell'ente. Tali poteri includono: la richiesta di notizie, atti e documenti, ma anche di registrazioni telefoniche, l'accesso diretto ai dati della centrale dei rischi della Banca d'Italia[365], il sequestro dei beni soggetti a confisca, ispezioni e perquisizioni, in taluni casi previa autorizzazione della procura della Repubblica.

I penetranti poteri conferiti alla CONSOB dalle norme di recepimento della direttiva sul *market abuse* sono estesi anche alle società quotate «al fine di vigilare sulla correttezza delle informazioni fornite al pubblico» (art. 115, lett. *c-bis*, del t.u.f.). È un nuovo passo sulla strada della ripubblicizzazione dei controlli sul mercato mobiliare.

di condotte dirette a realizzare operazioni simulate o altri artifizi, nonché in quei casi in cui tali azioni siano idonee a concretizzare una sensibile modifica del prezzo degli strumenti finanziari». Per la Cass. pen., sez. V, 20 luglio 2011, n. 28932, quanto al reato di cui all'art. 185 t.u.b., «si tratta di connotazione di reato di pericolo concreto (ove il rischio paventato e proscritto è quello della fissazione del prezzo in misura lontana dal valore reale, ipotesi conseguente all'influenza di momenti di fraudolenza ed infedeltà informativa) che in tal modo viene a distinguersi dalla figura di cui al D.Lgs. n. 58 del 1998, art. 187-*ter*, in cui manca ogni riferimento alla stessa "idoneità" della condotta».

[365] La tempistica e le modalità tecniche di accesso alla Centrale dei Rischi da parte della CONSOB sono poi disciplinate da un protocollo d'intesa tra le due autorità del 31 ottobre 2007.

4.2. *Il recepimento della direttiva MiFid e le modifiche alla disciplina degli intermediari e dei mercati; l'accrescimento dei poteri CONSOB su questi ultimi*

Il recepimento della dir. 29/2004/CE (c.d. MiFid)[366], avvenuto con il d.lgs. n. 164/2007, interviene incisivamente sul quadro normativo di riferimento per gli intermediari e i mercati.

Non muta, nella sostanza, l'impianto dei poteri di vigilanza regolamentare, come d'altronde testimoniato dalla stessa legge di delega per l'attuazione della direttiva, che fa salvi i principi sul riparto funzionale dei poteri delle autorità già sanciti dal t.u.f.

Istituendo una stretta correlazione tra i profili concernenti la prestazione dei servizi di investimento e i profili organizzativi, la MiFid costringe, però, il legislatore nazionale a congegnare un assetto dei compiti di regolamentazione sugli intermediari in parte diverso da quello previgente, tanto che la legge delegata attribuisce la disciplina degli aspetti organizzativi degli intermediari del mercato mobiliare a un regolamento congiunto della CONSOB e della Banca d'Italia[367]. In attuazione delle disposizioni contenute nel

[366] La proposta della Commissione di una nuova direttiva sui servizi di investimento e i mercati regolamentati è del novembre 2002. Sui contenuti della proposta di direttiva e il suo iter di approvazione, cfr. CONSOB, *Relazione 2002*, pp. 33-35. Sul testo approvato della direttiva, cfr. CONSOB, *Relazione 2004*, pp. 197 ss. e 202 s.

[367] La MiFid istituisce una stretta correlazione tra i profili afferenti la prestazione dei servizi di investimento e i profili organizzativi; in particolare l'art. 13 della direttiva mette in relazione i requisiti organizzativi con il rispetto degli obblighi della direttiva stessa e con i conflitti di interesse. La direttiva di secondo livello specifica poi i requisiti di organizzazione con riguardo ai predetti profili prevedendo, tra l'altro, una disciplina della funzione di controllo di conformità (art. 6), di controllo del rischio (art. 7) e di *audit* interno (art. 8), nonché dei conflitti di interesse (artt. 21-23). La legge di delega per il recepimento della MiFid, mentre fa salve le norme sul riparto di competenze contenute negli artt. 5 e 6 del t.u.f., attribuisce alla CONSOB, d'intesa con la Banca d'Italia, la competenza a fissare i principi che anche in materia di organizzazione le SIM avrebbero dovuto seguire per prevenire i conflitti di interesse e l'esternalizzazione di funzioni operative, individua sempre nella CONSOB, in coordinamento con la Banca d'Italia, l'autorità unica competente per i fini, stabiliti dalla direttiva, di collaborazione con le autorità competenti degli altri Stati membri. La legge delegata attribuisce la disciplina degli aspetti organizzativi in senso lato a un regolamento congiunto della CONSOB e della Banca d'Italia; ciò, si legge nella relazione al

regolamento congiunto – ma anche dei regolamenti che restano nella competenza esclusiva di ciascuna di esse – le autorità adottano poi misure cc.dd. «di terzo livello», che esplicitano i propri orientamenti interpretativi di dettaglio. Con comunicazione congiunta del 2010 la Banca d'Italia e la CONSOB elaborano, in particolare, linee interpretative e di indirizzo sulla ripartizione delle funzioni di *compliance* e di *internal audit*.

Il decreto di recepimento della MiFid innova la disciplina applicabile agli intermediari del mercato mobiliare.

Tra i servizi d'investimento sono incluse la gestione dei sistemi multilaterali di negoziazione e la consulenza finanziaria, intesa quest'ultima quale prestazione di raccomandazioni personaliz-

decreto, in quanto «la separazione delle materie appare in taluni casi artificiosa», mentre «la riconduzione di una materia all'esigenza di tutelare la stabilità o a quella di tutelare la correttezza dei comportamenti può essere in parte arbitraria, e ciò può ostacolare l'efficacia del modello funzionale», cioè quello individuato dai commi 2 e 3 dell'art. 5 del t.u.f.; in sostanza «per le materie nelle quali i due profili di tutela si sovrappongono» o sono «di complessa separazione da materie connesse» si prevede «un regolamento congiunto emanato d'intesa tra le due autorità»; «il regolamento riguarda tutti gli aspetti organizzativi e procedurali non scindibili l'uno dall'altro per i quali la MiFid prevede obblighi per gli intermediari» (relazione al decreto delegato). Le norme dettate dal regolamento congiunto attengono al sistema organizzativo, ai conflitti di interesse, alla conservazione delle registrazioni, e ciò con riguardo sia agli intermediari abilitati alla prestazione dei servizi di investimento sia a quelli abilitati alla gestione collettiva del risparmio. La legge prevede poi un protocollo d'intesa con la funzione, si legge nella relazione accompagnatoria, di «coordinare l'esercizio delle funzioni di vigilanza», nell'osservanza del principio «di chiara individuazione delle responsabilità, secondo il criterio della prevalenza funzionale»; la relazione stessa configura tale protocollo quale «lo strumento essenziale con il quale si designerà il concreto funzionamento del modello funzionale» e precisa che «i principi dettati per la redazione del protocollo sono finalizzati ad ottimizzare l'efficacia e la trasparenza del modello, riducendo al contempo i costi della vigilanza derivanti da difetti di coordinamento e sovrapposizioni di compiti». Sembrerebbe allora, almeno secondo la relazione accompagnatoria, che il riparto di competenze non sia completamente definito dalla legge onde l'ulteriore specificazione rimessa proprio al protocollo. In realtà, la legge delinea un quadro di competenze regolamentari definito e insuscettibile di integrazioni ad opera di fonti di rango inferiore. Il concreto funzionamento del modello funzionale non può, perciò, che essere rimesso all'articolazione dei compiti di vigilanza informativa e ispettiva, che, tuttavia, è puntualmente disciplinata dalla legge: il comma 2-*ter* dell'art. 6 stabilisce, infatti, in quali materie oggetto di regolamento congiunto si esercita la vigilanza (informativa e ispettiva) di ciascuna autorità.

zate relative a singoli strumenti finanziari. L'esercizio dei sistemi multilaterali di negoziazione è autorizzato dalla CONSOB ovvero, se svolto dalle banche, dalla Banca d'Italia sentita la CONSOB. L'esercizio della consulenza è consentito, oltre che agli intermediari già indicati dal t.u.f., anche ai consulenti finanziari che siano in possesso di requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali e siano iscritti in un apposito albo; alla tenuta dell'albo e al controllo sui consulenti provvede un organismo dotato di personalità giuridica e di autonomia organizzativa e finanziaria sottoposto, a sua volta, alla vigilanza della CONSOB (art. 18-*bis* del t.u.f.). Il modello seguito dal legislatore per il controllo sui consulenti, come già quelli congegnati per il controllo sui promotori o sugli operatori e le società aderenti ai mercati gestiti dalla Borsa s.p.a., pone il problema della sua esatta collocazione nell'ambito dei compiti o dei servizi di vigilanza[368].

I servizi di investimento sono distinti in servizi «a valore aggiunto» (consulenza e gestione di portafogli) e servizi «esecutivi» (collocamento, negoziazione in conto proprio, esecuzione di ordini, ricezione e trasmissione di ordini). Anche nel novero dei clienti è tracciata una distinzione tra controparti qualificate, clienti professionali e clienti al dettaglio. In estrema sintesi, questo è il quadro che ne risulta:

per i servizi a valore aggiunto prestati a clienti al dettaglio è previsto un sistema di tutele molto articolato, incentrato sull'obbligo da parte degli intermediari di acquisire una serie di informazioni per valutare l'adeguatezza delle operazioni proposte o consigliate rispetto al profilo dell'investitore; per i servizi esecutivi è possibile invece tenere conto di un set di informazioni più limitato per stabilire la compatibilità fra le caratteristiche del cliente e il tipo di operazione (si parla di semplice appropriatezza). Tale disciplina vale, in misura sia pure molto limitata, anche per i servizi prestati a clienti professionali. Nella prestazione di servizi di negoziazione a controparti qualificate è prevista una totale disapplicazione delle principali regole di condotta[369].

[368] Una possibile soluzione sarebbe quella di includere le attività svolte da tali organismi nell'ambito dei servizi pubblici di vigilanza previsti dall'art. 133, comma 1, lett. *c*, del d.lgs. n. 104/2010.

[369] CONSOB, *Relazione 2007*, p. 39. In sostanza, per valutare l'adeguatez-

Gli obblighi di adeguatezza e appropriatezza trovano una specifica disciplina nel regolamento CONSOB in materia di intermediari e sono ulteriormente specificati dalle Linee Guida dettate dalle associazioni di categoria e «validate» dalla predetta autorità.

Non ancora recepita, nel segmento «gemello» delle gestioni collettive del risparmio, è invece la dir. 65/2009/CE (c.d. UICITS 4), che introduce nuove regole che agevolano l'operatività transfrontaliera delle società di gestione e dei fondi comuni con l'obiettivo di promuovere una maggiore integrazione del mercato europeo del risparmio gestito; le aree interessate dalle modifiche normative «in cantiere» sono quelle dell'operatività transfrontaliera del gestore, delle fusioni transfrontaliere, dei cc.dd. *master feeders*, delle crisi dei fondi[370].

In materia di mercati, il recepimento della MiFid comporta l'abolizione della regola della concentrazione degli scambi a favore di quello della concorrenza fra *trading venues* alternative (mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione, internalizzatori sistematici), tutte tenute al rispetto di regole di trasparenza pre e post-*trading*.

Tenendo conto delle riserve avanzate in dottrina sull'originaria formulazione degli artt. 77 e 82 del t.u.f., sono specificate le finalità della vigilanza sui prestatori dei servizi di liquidazione e ridefinite quelle della vigilanza sulle società di gestione accentrata, con la precisazione che entrambe sono esercitate, dalla Banca d'Italia, «avendo riguardo alla stabilità e al contenimento del rischio sistemico» e, dalla CONSOB, «avendo riguardo alla trasparenza e alla tutela degli investitori».

Quanto al riparto di compiti tra CONSOB e società di gestio-

za, l'intermediario deve verificare che l'operazione o il servizio corrispondano agli obiettivi di investimento del cliente, che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all'operazione o al servizio compatibilmente con i suoi obiettivi d'investimento, che il cliente sappia comprendere i rischi inerenti all'operazione del servizio. Per valutare l'appropriatezza, invece, l'intermediario può limitarsi a verificare che il cliente abbia un livello di conoscenza ed esperienza necessario per comprendere i rischi che lo strumento o il servizio comportano.

[370] Banca d'Italia, *Relazione al Parlamento e al Governo*, 2011, pp. 76 s.

ne, prosegue la parziale inversione di tendenza rispetto al passato, iniziata con la legge sul risparmio e che vede, pur nell'ambito dell'ormai acquisita privatizzazione, l'accrescersi dei poteri pubblici.

Ci si riferisce, in particolare, ai poteri della CONSOB in materia di ammissione, sospensione e revoca degli strumenti finanziari dalla quotazione (art. 62, comma 1-*ter*, del t.u.f.), poteri «conformativi» del regolamento del mercato, cui pure la disciplina di tali aspetti è devoluta (art. 62, comma 2); ma ci si riferisce anche al potere della CONSOB di adottare «ogni misura per garantire il rispetto degli obblighi» in materia di mercati (art. 74 del t.u.f.), nonché all'estensione alla vigilanza sulla società di gestione del mercato dei penetranti poteri previsti dall'art. 187-*octies* del t.u.f. (art. 73, t.u.f.). Notevolmente accresciuti sono inoltre i poteri di controllo pubblico sugli assetti proprietari delle società di gestione del mercato. In particolare, ove il mutamento di tali assetti metta a repentaglio la gestione sana e prudente del mercato, la CONSOB (o, nel caso dell'MTS, la Banca d'Italia) può opporsi ad esso e, nel frattempo, i diritti di voto inerenti alle azioni oggetto di cessione sono sospesi (art 62, comma 8-*bis*, t.u.b.).

Il d.lgs. n. 48/2011, che recepisce la dir. 2009/44/CE, a propria volta modificativa della c.d. direttiva *finality* (dir. 98/26/CE) e di quella sui contratti di garanzia finanziari (dir. 2002/47/CE), reca (art. 47) una nuova disciplina dell'insolvenza di mercato (nuovo art. 72, t.u.b.), abrogando, nel contempo, la norma sulla liquidazione coattiva dei contratti di borsa.

4.3. *Il recepimento delle direttive concernenti l'OPA, i prospetti informativi, la trasparenza, gli IAS, la revisione contabile e l'esercizio dei diritti degli azionisti delle società quotate*

Il recepimento della direttiva sull'OPA[371], avvenuto con d.lgs. n. 229/2007, comporta alcune rilevanti modifiche alla disciplina

[371] Nell'ottobre 2002 la Commissione CE presenta una nuova proposta di direttiva in materia di OPA. Sui contenuti della proposta e sul relativo iter, cfr. CONSOB, *Relazione 2002*, pp. 32 s. e *Relazione 2003*, pp. 168 ss. Sui contenuti della direttiva, cfr. *Relazione 2006*, pp. 46 ss.

dell'istituto che non stravolgono, tutto sommato, l'impianto delineato dal t.u.f.[372].

Si tratta precisamente: *a)* dell'introduzione, in aggiunta alla *passivity rule*, della *break-through rule*, subordinate entrambe alla clausola della reciprocità; *b)* della previsione di un prezzo dell'OPA obbligatoria più favorevole agli azionisti minoritari in quanto pari al prezzo massimo pagato dall'offerente nei dodici mesi anteriori all'OPA; *c)* dell'introduzione degli obblighi di *squeeze-out* e di *sell-out*, quest'ultimo in aggiunta alla previsione dell'obbligo di OPA residuale[373]. Va sottolineato l'accrescimento della tutela dell'azionista di minoranza a seguito della modifica del parametro di riferimento per la determinazione del prezzo d'OPA e dell'introduzione della regola del *sell-out*; accrescimento di tutela coerente, d'altronde, con l'impostazione della direttiva e con l'ambito stesso di applicazione della medesima, confinato all'OPA connessa al passaggio del controllo.

[372] In realtà, la prospettiva seguita dal legislatore comunitario è diversa da quella seguita dal t.u.f. La direttiva, infatti, definisce e disciplina l'OPA, «a condizione che sia successiva o strumentale all'acquisizione del controllo secondo il diritto nazionale della società emittente» (art. 2, paragrafo 1, lett. *a*, della dir. 2004/25/CE). Alla luce di tale indicazione andrebbe quindi rivista la ripartizione delle norme sull'OPA delineata dal t.u.f. e basata sulla distinzione tra norme generali e norme sull'OPA obbligatoria. Meglio sarebbe allora distinguere tra norme generali, applicabili a tutte le offerte, che regolano la trasparenza, la correttezza e lo svolgimento del relativo procedimento, e norme particolari, applicabili alle offerte strumentali, o successive, all'acquisizione del controllo di una società quotata, che disciplinano non soltanto l'obbligo di OPA (artt. 105-112), ma anche le tecniche di difesa, la c.d. *break-through rule*, la clausola di reciprocità e il riparto di competenze tra le autorità di controllo (artt. 101-*ter*, 104, 104-*bis* e 104-*ter)*, nonché gli altri effetti del lancio di un'OPA volta all'acquisizione del controllo disciplinati in altri articoli del t.u.f. (salvo la norma sulle modalità di acquisto di azioni proprie) e collocati al di fuori del capo dedicato alle OPA.

[373] Ove una partecipazione pari al 95% sia stata raggiunta dall'offerente a seguito di un'OPA totalitaria è previsto un obbligo di acquisto. È l'istituto del *sell-out* (vendita a esaurimento), volto ad allentare la c.d. *pressure to tender* (condizionamento a vendere), consentendo al socio che non ha aderito all'OPA di dismettere la propria quota allorché l'offerente abbia raggiunto una partecipazione pressoché totalitaria. A fronte di tale previsione è altresì contemplato il diritto del medesimo offerente, che, sempre a seguito di OPA totalitaria, abbia raggiunto la predetta partecipazione, di acquistare il residuo (c.d. *squeeze-out*), a condizione, tra l'altro, di avere dichiarato tale intenzione nel documento d'offerta.

Rilevanti anche le modifiche alla disciplina dei prospetti informativi di sollecitazione e di quotazione[374]. I principi cardine della nuova normativa comunitaria del prospetto (dir. 2003/71/CE) riguardano l'introduzione di una nozione comune di offerta al pubblico, la definizione (rimessa alla disciplina di secondo livello) degli schemi di prospetto, l'individuazione delle fattispecie di esonero dall'obbligo di pubblicazione del prospetto, la possibilità per gli emittenti di avvalersi del passaporto europeo sul prospetto in caso di offerte/quotazioni transfrontaliere. Nell'aprile 2004 è adottato il regolamento della Commissione europea recante le misure di esecuzione della direttiva sui prospetti. Il regolamento, applicabile dal 1° luglio 2005, sostituisce la disciplina regolamentare CONSOB all'epoca in vigore. Il legislatore primario recepisce i provvedimenti comunitari con il d.lgs. n. 51/2007, che innova la disciplina del t.u.f. relativa alla sollecitazione all'investimento, ridenominata «offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita».

In particolare le nuove norme prevedono espressamente l'approvazione del prospetto da parte della CONSOB (art. 94-*bis* del t.u.f.) entro un termine da essa fissato con regolamento; stabiliscono che la mancata decisione nel termine previsto non costituisce approvazione del prospetto.

Il quadro normativo è completato dalle modifiche apportate dalla CONSOB al regolamento emittenti con delibera n. 16840 del 2009 e dalle comunicazioni CONSOB n. 9025454/2009, che fornisce indicazioni metodologiche specifiche per il calcolo degli indicatori sintetici di rischio, e n. 9025420/2009, sul contenuto e la portata dei controlli di completezza, coerenza e comprensibilità in sede di approvazione del prospetto.

Sul fronte della disciplina dell'informativa societaria, all'approvazione della c.d. direttiva *transparency* (dir. 2004/109/CE) fa seguito il d.lgs. n. 195/2007. Il decreto introduce, tra l'altro, nel corpo del t.u.f. l'art. 113-*ter*, in materia di diffusione ai media (*dissemination*), stoccaggio (*storage*) e deposito presso l'au-

[374] Sui contenuti della proposta di direttiva sul prospetto informativo e sulla sua definitiva approvazione, cfr. CONSOB, *Relazione 2002*, pp. 157 s. e *Relazione 2003*, pp. 165 ss.

torità competente (*filing*) delle informazioni. Con la delibera n. 16850/2009 la CONSOB apporta modifiche al regolamento emittenti finalizzate a introdurre una disciplina unitaria degli obblighi di informazione degli emittenti quotati e a garantire l'accesso al pubblico su scala europea alle informazioni regolamentate. È anche modificata la disciplina degli obblighi d'informazione periodica in materia di rendicontazione finanziaria e degli obblighi di informazione continuativa sugli assetti proprietari.

In materia d'informativa contabile, la novità di maggior rilievo riguarda il recepimento dei nuovi principi contabili internazionali IAS/IFRS. Il regolamento comunitario n. 1602/2002 prevede l'obbligo per le società quotate di redigere i conti annuali secondo i principi internazionali IAS/IFRS emanati dall'International Accounting Standard Board a decorrere dall'esercizio finanziario avente inizio dal 1° gennaio 2005 o in data successiva. L'obiettivo del regolamento è di definire un unico corpo di regole contabili per le imprese europee quotate al fine di armonizzare l'informativa finanziaria e garantire un elevato livello di trasparenza e comparabilità dei bilanci. Il decreto legislativo n. 30/2005 estende l'obbligo di utilizzo degli IAS a tutti i bilanci consolidati delle società bancarie e assicurative e a quelli delle società con strumenti finanziari diffusi[375].

La dir. 2006/43/CE sulla revisione contabile viene recepita dal d.lgs. n. 39/2010. La materia, completamente rivisitata, è espunta dal t.u.f. e collocata in un distinto corpo normativo, che raccoglie tutta la disciplina in tema di revisione. Il decreto introduce requisiti più stringenti per tutti gli aspetti dell'attività di revisione e prevede meccanismi di vigilanza periodica sulla qualità dell'attività di revisione. I controlli sono estesi a tutti i soggetti che svolgono l'attività di revisione. Presidi aggiuntivi riguardano poi la revisione degli «enti di interesse pubblico», e cioè sostanzialmente delle società quotate, delle banche, delle assicurazioni e degli altri intermediari finanziari. La vigilanza sui revisori degli enti di interesse pubblico è attribuita alla CONSOB, quella sulla restante attività di revisore legale al ministro dell'Economia e delle finanze. Significativa, nell'ottica di ripubblicizzazione del-

[375] CONSOB, *Relazione 2004*, pp. 192 ss.

la vigilanza sul mercato mobiliare, la qualificazione delle società quotate e degli intermediari del mercato finanziario come enti di interesse pubblico.

Incide sulla materia degli emittenti anche la dir. 2007/36/CE sull'esercizio dei diritti degli azionisti delle società quotate, recepita con d.lgs. n. 27/2010 che: *a)* definisce la *record date*, la data, cioè, anteriore all'assemblea, alla quale sono calcolate le azioni possedute dagli azionisti e i diritti ad esse connessi di partecipare e di votare (artt. 125-*bis* e 83-*sexies*, comma 2, del t.u.f.); *b)* introduce modifiche di coordinamento nella disciplina della gestione accentrata di strumenti finanziari (la legittimazione alla partecipazione in assemblea continua, infatti, a basarsi sulla certificazione del depositario); *c)* interviene sul regime dell'esercizio del voto per delega.

Con delibera CONSOB n. 17221/2010 è adottato, in attuazione sia dell'art. 2391-*bis* c.c. sia degli artt. 114 e 154-*ter* t.u.f., il regolamento che disciplina, tra l'altro, le operazioni con parti correlate, effettuate dalle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (società con azioni quotate o diffuse). Il regolamento richiede, in particolare, la comunicazione al mercato delle operazioni di maggiore rilevanza (che superino cioè determinate soglie quantitative), sottoposte anche a una rigida procedura di approvazione. Non sono sottoposte, invece, a obblighi di trasparenza e sono assoggettate a una procedura di approvazione meno complessa le operazioni di minore rilevanza.

5. *Due costanti dell'intervento normativo successivo al t.u.f.: il rafforzamento dei poteri pubblici e l'accrescimento della tutela dei risparmiatori. La tenuta del sistema delineato dal t.u.f.*

Dal quadro degli interventi legislativi successivi al t.u.f., sopra succintamente illustrati, emerge, innanzitutto, il progressivo rafforzamento dei poteri della CONSOB. Ciò riguarda, in particolare, il segmento del mercato in senso stretto, a scapito dei compiti della società di gestione, ma anche il settore degli emittenti e quello degli intermediari, anche se, in quest'ambito, si manifestano, come accennato, spinte centrifughe, volte ad attribuire compiti di vigilanza a organismi privati.

Riassumendo brevemente quanto già detto, pur nell'acquisita

privatizzazione dei servizi di mercato, la CONSOB vede visibilmente accresciuti i propri poteri: la legge sul risparmio le consente di ingerirsi nelle decisioni della società di gestione concernenti l'ammissione, la sospensione e la revoca dal mercato di strumenti finanziari e operatori; il decreto legislativo di recepimento della MiFid le attribuisce poteri conformativi sul regolamento del mercato, ancora in materia di quotazione, nonché quello, amplissimo, di adottare ogni misura per assicurare il rispetto degli obblighi in materia di mercati.

Anche nel settore degli emittenti l'ampliamento dei poteri CONSOB ha inizio con la legge sul risparmio e l'attribuzione a tale autorità del potere di tipizzare e conformare gli strumenti finanziari ammessi a quotazione o diffusi tra il pubblico in misura rilevante. Ma tale ampliamento diventa ancor più significativo con il recepimento della direttiva sul *market abuse* e l'estensione dei penetranti poteri attribuiti alla CONSOB per l'accertamento delle relative violazioni (art. 187-*octies* del t.u.f.) alla vigilanza sulle società quotate in generale e, per un curioso gioco di rinvii normativi (cfr. il combinato disposto degli artt. 94 e 115, comma 1, lett. *c-bis*, del tu.f.), anche ai controlli sui soggetti che, ancorché non quotati, facciano appello al pubblico risparmio.

Infine, in materia di intermediari, sebbene si registrino alcune marginali spinte centrifughe, quali l'attribuzione dei controlli sui promotori e sui consulenti finanziari agli organismi incaricati della tenuta dei rispettivi albi, o la possibilità di delega di compiti ispettivi alla società di revisione, la vigilanza informativa della CONSOB è estesa (art. 8, commi 5-*bis* e 6, del t.u.f.) fino al punto da includere tutti i poteri previsti dal citato art. 187-*octies* del t.u.f. per l'accertamento degli abusi di mercato.

L'attribuzione alla CONSOB di poteri atipici, quali quelli sopra menzionati, ne accresce la discrezionalità.

Il d.lgs. n. 21/2010, di attuazione della dir. 2007/44/CE sulle regole procedurali e i criteri per la valutazione prudenziale di acquisizione e incrementi di partecipazione nel settore finanziario[376], limita, invece, la discrezionalità della Banca d'Italia in materia di acquisto di partecipazioni nelle SIM (cui vengono equi-

[376] Sul punto cfr., più diffusamente, anche *supra* Parte I, cap. VI, par. 8.

parate le partecipazioni nelle SGR e nelle SICAV); la valutazione della compatibilità delle acquisizioni di partecipazioni in tali intermediari con la sana e prudente gestione dei medesimi è, infatti, legata a parametri predefiniti dal legislatore. Nelle more dell'adozione delle disposizioni introdotte dal citato d.lgs. n. 21/2010, la Banca d'Italia, considerata l'intervenuta scadenza del termine di adeguamento alla direttiva (21 marzo 2009) e la circostanza che essa detta disposizioni puntuali, con proprio provvedimento n. 477593 del 12 maggio 2009, illustra agli intermediari interessati da quest'ultima (per quanto qui rileva, le SIM) le disposizioni comunitarie di diretta applicazione.

Oltre all'accrescimento dei poteri pubblici della CONSOB, la torrentizia produzione legislativa del primo decennio degli anni Duemila realizza anche una più penetrante tutela dei risparmiatori. Si pensi al nuovo criterio di determinazione del prezzo dell'OPA obbligatoria, all'obbligo di *sell-out*, alla previsione dell'approvazione del prospetto da parte della CONSOB, al rafforzamento, più in generale, dei diritti degli azionisti delle società quotate a seguito del recepimento della relativa direttiva.

Si pone, a questo punto, il problema della tenuta dell'impianto delineato dal t.u.f. rispetto alle modifiche a esso apportate dai menzionati interventi legislativi.

Innanzitutto, va rilevato che, a eccezione delle modifiche alla disciplina della revisione, tutti gli altri provvedimenti legislativi si limitano a integrare il t.u.f., novellandone alcuni capi o modificandone alcune disposizioni; onde l'intervento del legislatore si colloca, anche da un punto di vista formale, nell'ottica della continuità rispetto al testo unico.

In secondo luogo, va osservato che, nonostante la virata in senso pubblicistico sopra evidenziata, resta ferma la scelta di fondo del legislatore della privatizzazione dei servizi di mercato. Anche se, va soggiunto, il vistoso accrescimento dei poteri pubblici denota una certa sfiducia del legislatore nella capacità dei fornitori dei servizi di mercato di autoregolamentarsi in piena e completa autonomia, senza il pungolo o la minaccia dell'esercizio di poteri sostitutivi da parte del controllore pubblico.

Infine, la maggiore tutela accordata ai risparmiatori, e agli azionisti delle società quotate in particolare, dalla legislazione successiva al t.u.f. non intacca la gerarchia delle finalità della vi-

gilanza delineata dal testo unico. Tanto più che, in una lettura costituzionalmente orientata dell'intera legislazione del mercato mobiliare, la tutela del risparmio in tutte le sue forme costituisce, fin dall'istituzione della CONSOB, il criterio guida, non solo delle politiche legislative del settore, ma dello stesso esercizio da parte delle autorità di vigilanza dei rispettivi poteri anche regolamentari.

6. *La disciplina speciale dei derivati degli enti pubblici territoriali e la sentenza della Corte costituzionale n. 52 del 2010: la competenza esclusiva dello Stato in materia di mercato mobiliare*

Un regime speciale è previsto, nel frattempo, dall'art. 62 del d.l. n. 112/2008, novellato dalla legge di conversione n. 203/2008, per la conclusione di contratti relativi a derivati da parte degli enti pubblici territoriali. L'articolo citato reca una disciplina «a regime» e una transitoria.

Per la prima «il Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Commissione nazionale per le società e la borsa, con uno o più regolamenti da emanare ai sensi dell'art. 17, comma 3, della legge 23 agosto 1988, n. 400, d'intesa, per i profili d'interesse regionale, con la Conferenza permanente per i rapporti tra lo Stato, le Regioni, le Province autonome di Trento e Bolzano, individua le tipologie dei contratti relativi agli strumenti finanziari derivati» di cui all'art. 1, comma 3, del t.u.f., che le Regioni, le Province autonome di Trento e Bolzano e gli enti locali «possono concludere, e indica le componenti derivate, implicite e esplicite, che gli stessi enti hanno facoltà di prevedere nei contratti di finanziamento». Inoltre, «al fine di assicurare la massima trasparenza dei contratti relativi agli strumenti finanziari derivati nonché delle clausole relative alle predette componenti derivate, il medesimo regolamento individua altresì le informazioni, rese in lingua italiana, che gli stessi devono contenere».

La disciplina transitoria dispone che agli enti in questione «è fatto divieto di stipulare» fino alla data di entrata in vigore del predetto regolamento e comunque per un periodo minimo di un anno, «contratti relativi agli strumenti finanziari derivati».

Chiamata a pronunciarsi sulla legittimità costituzionale del-

l'art. 62 d.l. n. 112/2008 cit., la Corte costituzionale, con sentenza n. 52 del 2010, dichiara non fondata la relativa questione. La norma citata, infatti, non lede la competenza regionale in materia di coordinamento della finanza pubblica di cui al terzo comma dell'art. 117 Cost.

A prescindere da altri, pur rilevanti, profili (la disciplina ha una diretta incidenza sulla materia dell'ordinamento civile e quindi, già solo per questo, deve considerarsi riservata allo Stato), l'art. 62 d.l. n. 112 cit. rientra, infatti, nella competenza esclusiva dello Stato in materia di «tutela del risparmio e mercati finanziari» di cui alla lett. *e* del secondo comma del citato art. 117 Cost.

In particolare:

la predetta disposizione costituzionale nella parte in cui assegna allo Stato la competenza in materia di mercati finanziari, si riferisce, oltre che al mercato bancario e assicurativo, anche a quello mobiliare, che identifica, in realtà, il mercato mobiliare in senso stretto. Tale ambito materiale ricomprende tutte quelle misure legislative volte ad assicurare, sul piano macroeconomico e per fini di uniformità sull'intero territorio nazionale, la stabilità finanziaria dei mercati in cui si svolgono le contrattazioni, nonché la tutela del risparmio.

E la finalità che il legislatore ha inteso perseguire «è proprio quella di garantire la tutela del mercato mobiliare in rapporto alle modalità di accesso delle Regioni e degli enti locali alle suddette tipologie di contrattazione, le quali sono, per loro stessa natura, idonee ad alterare i complessivi equilibri finanziari del mercato riferimento».

Ma la Corte sottolinea anche un altro aspetto di natura macroprudenziale. Infatti,

il massiccio ingresso di soggetti, e cioè degli enti pubblici ai quali si riferisce la contestata normativa, nel mercato finanziario, con l'apporto di capitali di notevole entità (se rapportati, in genere, a quelli dei comuni investitori), è tale da comportare profonde modificazioni strutturali del mercato stesso, con riferimento sia alla tipologia dei contratti che gli enti sarebbero autorizzati a stipulare, sia alle condizioni e ai limiti che la normativa regolamentare di attuazione potrebbe dare.

L'emersione di finalità macroprudenziali troverà una più compiuta collocazione a livello comunitario, nell'ambito di un articolato sistema di vigilanza europea sui mercati finanziari.

7. *La disciplina nazionale anticrisi*

Una serie di interventi straordinari del legislatore nazionale si rende necessaria per fronteggiare la crisi dei mercati finanziari. Tali interventi, degli anni 2008-09, sono ispirati a ragioni contingenti, non riconducibili a scelte di sistema. Essi incidono, in realtà, più direttamente sul segmento creditizio del mercato finanziario e fanno emergere la stretta connessione tra strumenti di vigilanza prudenziale sulle banche e strumenti di banca centrale[377].

La l. n. 2/2009 introduce, tuttavia, per quanto attiene al mer-

[377] Degni di nota sono, in tale ambito, l'espresso riconoscimento per legge del credito di ultima istanza straordinario a pressoché totale discrezione della banca centrale (art. 3, comma 2, l. n. 190/2008) e la possibilità di applicare le misure dell'amministrazione straordinaria e della liquidazione coatta amministrativa a situazioni di grave crisi delle banche, anche di liquidità (art. 2, comma 1, l. 190/2008). Le ulteriori misure previste – e cioè la ricapitalizzazione delle banche in difficoltà (art. 1, l. n. 190/2008) e la sottoscrizione di strumenti finanziari delle banche sane (art. 12, l. n. 2/2009), finalizzate ad assicurare un adeguato flusso di finanziamento all'economia, entrambe a carico del Tesoro dello Stato – conferiscono alla Banca d'Italia un ruolo, tutto sommato, coerente con le finalità della vigilanza bancaria. Alla Banca d'Italia compete, infatti: nel primo caso, di accertare la situazione di inadeguatezza patrimoniale della banca e l'adeguatezza del relativo piano di stabilizzazione e di rafforzamento (art. 1, commi 1 e 2, l. n. 190/2008); nel secondo, di valutare le condizioni economiche dell'operazione e la computabilità degli strumenti finanziari nel patrimonio di vigilanza (art. 12, comma 7, l. n. 2/2009); in entrambi, di attestare che il riscatto delle azioni o il riscatto/rimborso degli strumenti finanziari non pregiudichino le condizioni finanziarie e di solvibilità della banca (art. 1, comma 2, lett. *d*, l. n. 190/2008 e art. 12, comma 2, l. n. 2/2009). Con decreto del Ministero dell'economia e delle finanze del 25 febbraio 2009 adottato in attuazione dell'art. 12 della citata l. n. 2/2009 si è poi stabilito che «la Banca d'Italia trasmette al Ministero, con cadenza trimestrale, dati relativi all'andamento, su base regionale, del credito all'economia, documentando laddove necessario i volumi e i costi dei prestiti a famiglie e imprese» (art. 4, comma 3). Tali nuovi compiti appaiono disomogenei rispetto a quelli previsti nelle citate leggi anticrisi, che rispondono invece al ruolo tipico dell'istituto di organismo di vigilanza prudenziale sulle banche.

cato mobiliare, anche talune modifiche alla disciplina dell'OPA dettata dal d.lgs. n. 229/2007 (di recepimento della direttiva comunitaria). Le modifiche vanno lette in funzione di protezione delle società quotate italiane, subordinando l'operatività della *passivity rule* e della *break-through rule* a un'apposita previsione statutaria.

Inoltre, il d.lgs. n. 146/2009, nel recare anch'esso disposizioni integrative e correttive del citato d.lgs. n. 229/2007, abroga la regola, appena introdotta, che subordina alla previsione statutaria l'applicazione della *passivity rule*, mentre conserva quella secondo cui la *break-through rule* si applica solo in caso di previsione dello statuto[378].

Sempre in materia di OPA – ma con riferimento al diverso profilo dei presupposti dell'OPA obbligatoria –, l'art. 7 della l. n. 33/2009 (di conversione del d.l. n. 5/2009, recante misure urgenti a sostegno dei settori industriali in crisi) comporta l'innalzamento della soglia al superamento della quale scatta l'obbligo di acquisto, per le acquisizioni comprese tra il 30% del capitale e la maggioranza assoluta del medesimo, dal 3%, previsto dal regolamento CONSOB in materia di emittenti, al 5%. Infine, l'art. 33 della stessa legge modifica l'art. 2357, comma 3, c.c., eleva, per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, l'ammontare delle azioni proprie acquisibili dal 10 al 20% del capitale, favorendo in tal modo manovre difensive attraverso la riduzione del flottante.

Interventi tutti, quelli fin qui illustrati, «che limitano la contendibilità del controllo societario e che si muovono in una prospettiva opposta a quella adottata dal testo unico del 1998»[379].

Il citato art. 7 della l. n. 33/2009 attribuisce, inoltre, alla

[378] Tra le altre modifiche alla disciplina dell'OPA introdotte dal d.lgs. n. 146/2009 si segnala, in particolare, la definizione generale dell'azione di concerto (comma 4 dell'art. 101-*bis* del t.u.f.), cui segue (comma 4-*bis*) l'elencazione di alcune fattispecie puntuali ma non esaustive della medesima. Per «persone che agiscono di concerto» si intendono «i soggetti che cooperano tra di loro sulla base di un accordo, espresso o tacito, verbale o scritto, ancorché invalido o inefficace, volto ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio».

[379] Costi, *Il mercato mobiliare* cit., p. 46.

CONSOB il potere di imporre per «esigenze di tutela degli investitori nonché di efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali, sia pure per un periodo limitato», soglie di trasparenza per le partecipazioni in società quotate inferiori al limite del 2% del capitale previsto dall'art. 120 del t.u.f., così rendendo più difficile «per un eventuale scalatore, acquisire, senza darne comunicazione al mercato, posizioni importanti dalle quali poi sferrare l'attacco al controllo»[380].

Incide direttamente – ma temporaneamente – sulla disciplina del mercato mobiliare l'istituzione, nell'ambito dell'e-Mid, del mercato interbancario collateralizzato (MIC), finalizzato a favorire una ripresa delle contrattazioni sui circuiti interbancari e una più ampia articolazione delle scadenze dei contratti[381].

Tra le misure adottate in via temporanea – ed eccezionale – per fronteggiare la crisi, si segnalano anche i provvedimenti CONSOB di divieto delle vendite allo scoperto negli anni 2008-09[382].

8. *L'architettura della vigilanza europea sul mercato finanziario e l'istituzione dell'ESMA*

La crisi dei mercati finanziari mette frattanto in discussione anche l'impianto tradizionale dei rapporti tra le autorità di vigilanza dei paesi membri dell'UE. Nel novembre 2008 la Commissione europea incarica il gruppo di alto livello presieduto da Jaques de Larosière di elaborare e di proporre raccomandazioni su

[380] Ivi, p. 45.

[381] Il MIC si articola su scadenze settimanali e oltre e prevede una compartecipazione, entro limiti predeterminati, delle banche alla copertura del rischio. Le banche possono partecipare al mercato entro un limite massimo correlato al patrimonio di vigilanza e, comunque, nell'ambito del valore delle garanzie conferite alla Banca d'Italia: titoli stanziabili presso l'Eurosistema, altre attività e strumenti finanziari con specifiche caratteristiche. In tale ambito, la Banca d'Italia valuta il *collateral* prestato dalle banche, verifica che le negoziazioni rispettino limiti e condizioni fissati, assicura il puntuale regolamento delle operazioni nel caso d'inadempienza di un operatore, rivalendosi successivamente sulle garanzie conferite.

[382] Cfr. CONSOB, *Relazione 2009*, pp. 67 ss.

come rafforzare la disciplina e la vigilanza europea sul mercato finanziario, al fine di ristabilire la fiducia dei cittadini dell'Unione nel mercato stesso.

Il rapporto, del febbraio 2009, suggerisce di: *a)* stabilire norme regolamentari uniformi, eliminando le eccezioni e le deroghe alla legislazione comunitaria previste a livello nazionale; *b)* istituire una vigilanza comunitaria integrata[383]. Tale sistema è articolato, a sua volta, in un organismo di vigilanza macroprudenziale, il Comitato europeo per il rischio sistemico (ESRB), e in un sistema di autorità di vigilanza microprudenziali, l'ESFS (Sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziaria), composto di un'Autorità bancaria europea (EBA), di un'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA), di un'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) e delle autorità nazionali competenti nei rispettivi settori del mercato finanziario[384].

La Commissione UE avalla l'impostazione del rapporto de Larosière e la recepisce in un piano di azione volto a riformare le modalità di regolamentazione e di vigilanza dei mercati finanziari (comunicazione del 4 marzo 2009); delinea, quindi (comunicazione del 27 maggio 2009), l'architettura della vigilanza finanziaria europea, seguendo i suggerimenti del rapporto stesso, anche per quanto attiene all'attribuzione alle autorità di vigilanza comunitarie di taluni compiti di vigilanza diretta.

Nonostante l'iniziale *placet* della Commissione, il legislatore UE non ritiene, però, almeno nell'immediato, di conferire alle

[383] Cfr. de Larosière Report, Brusselles 25 febbraio 2009, §§ 167-189.

[384] Cfr. R. D'Ambrosio, *Le autorità di vigilanza finanziaria dell'Unione*, in «Dir. banc. e merc. fin.», 2011, pp. 109 ss.; A. Enria, G. Texeira, *A new institutional framework for financial regulation and supervision*, in *Basel II and Beyond. A guide to Banking Regulation after the crisis*, London 2011; P.G. Texeira, *The European System for financial supervision: past, present and future*, testo della Lecture al Master on Global Regulation of Markets, Università di Roma e Pontificia Università, Roma, 6 maggio 2011, inedito; A. Enria, *Nuove architetture e nuove regolamentazioni di vigilanza in Europa*, Congresso annuale delle associazioni dei mercati (AIAF, ASSIOM, ATIC-FOREX), Napoli, 13 febbraio 2010; E. Wymeersch, *The reforms of the European financial supervisory system - an overview*, in «European Company and Financial Law Review», vol. 7, July 2010.

autorità europee compiti di vigilanza diretta (ciò avverrà, invece, per l'ESMA, con il nuovo regolamento sulle agenzie di *rating*), motivando la propria scelta con l'esigenza di rispettare il principio di sussidiarietà. In realtà, è lo stesso compito prioritario assegnato al nuovo sistema di vigilanza europeo, il ravvicinamento cioè delle discipline e delle prassi di vigilanza nazionali, che ne delimita inevitabilmente i compiti.

Non sorprende, perciò, la scelta di individuare il fondamento giuridico dell'architettura di tale sistema di vigilanza europea nell'art. 95 TCE (ora art. 114 TFUE). Quest'ultimo conferisce al Consiglio il potere di adottare misure per il ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative degli Stati membri che hanno a oggetto l'instaurazione e il funzionamento del mercato interno[385]. Con regolamenti del Parlamento e del Consiglio UE nn. 1094, 1095 e 1096 del 24 novembre 2010 sono, così, istituite, in applicazione del citato articolo del Trattato, le Autorità di vigilanza microprudenziale e cioè, rispettivamente, l'Autorità bancaria europea (EBA), l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA) e l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA). Un percorso analogo è seguito anche per la vigilanza macroprudenziale e l'ESRB[386].

[385] Come riconosciuto dalla Corte di giustizia (sentenza del 2 maggio 2006, causa C-217/04), tra queste misure può essere annoverata l'istituzione di un organismo comunitario, incaricato di contribuire alla realizzazione di un processo di armonizzazione.

[386] Considerata la contiguità dei relativi compiti con le funzioni della BCE, occorre, però, indicare anche le ragioni per le quali non si è ritenuto di utilizzare l'art. 105 TCE (art. 127 TFUE), che pure consente di assegnare compiti di vigilanza a quest'ultima. Punto di partenza dell'iter logico seguito dal legislatore comunitario è l'assunto secondo cui, per assicurare il buon funzionamento del mercato, occorre considerare anche i rischi macroprudenziali. Questi ultimi riguardano il mercato finanziario in tutte le sue componenti. L'art. 95 TCE (art. 114 TFUE) permette di estendere la vigilanza macroprudenziale anche al settore assicurativo, preclusole invece, espressamente, dall'art. 105 TCE (art. 127 TFUE). Il Comitato europeo per il rischio sistemico (ESRB) è quindi istituito, con Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio UE n. 1093/2010, ai sensi dell'art. 95, e non dell'art. 105, TCE. In applicazione dell'art. 105 TCE sono, invece, affidati alla BCE compiti di segretariato dell'ESBR (Regolamento 1096/2010).

Per quanto qui rileva, la vigilanza sul segmento mobiliare del mercato finanziario è attribuita fondamentalmente all'ESMA[387], anche se talune importanti materie rientrano nelle competenze dell'EBA[388].

[387] Ciò risulta dalle direttive indicate nell'art. 1 del Regolamento istitutivo che ne delimitano la competenza, e cioè fondamentalmente: la dir. 97/9/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 3 marzo 1997, relativa ai sistemi di indennizzo degli investitori; la dir. 98/26/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 19 maggio 1998, concernente il carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli; la dir. 2001/34/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 28 maggio 2001, riguardante l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale e l'informazione da pubblicare su detti valori; la dir. 2002/47/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 6 giugno 2002, relativa ai contratti di garanzia finanziaria; la dir. 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 28 gennaio 2003, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato); la dir. 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 4 novembre 2003, relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e che modifica la dir. 2001/34/CE; la dir. 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti finanziari; la dir. 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 dicembre 2004, sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato; la dir. 2006/49/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 giugno 2006, relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi, fatte salve le competenze dell'autorità europea di vigilanza (Autorità bancaria europea) in termini di vigilanza prudenziale; la dir. 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 luglio 2009, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), ogni futura normativa nel settore dei gestori di fondi di investimento alternativi (AIFM) e il Regolamento (CE) n. 1060/2009, relativo alle agenzie di *rating* del credito.

[388] L'adeguatezza patrimoniale delle imprese d'investimento, disciplinata dalla dir. 2006/49/CE al pari di quella delle banche, rientra, infatti, nella competenza dell'EBA. La direttiva citata compare nei regolamenti istitutivi sia dell'EBA che dell'ESMA. Ma dalla lettura combinata delle norme dei due regolamenti (artt. 1 e 4 del reg. EBA e 1 del reg. ESMA) emerge che la vigilanza prudenziale sia delle banche sia delle imprese di investimento rientra nella competenza pressoché esclusiva dell'EBA. Analoga soluzione non si rinviene, invece (art. 1 reg. ESMA), per quanto attiene al settore dei fondi d'investimento e dei relativi gestori, ricondotto alle competenze dell'ESMA, anche per i profili di vigilanza prudenziale. Inoltre, per l'art. 1, comma 3, di ciascuno dei due richiamati regolamenti istitutivi dell'EBA e dell'ESMA, i poteri delle predette

Nell'ambito delle materie a essa attribuite dal regolamento istitutivo, l'ESMA ha il compito (art. 8, § 2) di redigere progetti di norme tecniche di regolazione (art. 10), di elaborare norme tecniche di attuazione (art. 15), di adottare orientamenti o formulare raccomandazioni indirizzati alle autorità nazionali (art. 16), di emanare atti in sostituzione delle autorità nazionali nei casi previsti dagli artt. 17, 18 e 19 del regolamento stesso; eccetto che sulle agenzie di *rating* l'ESMA non ha, invece, compiti di vigilanza diretta sugli intermediari. Ai sensi dell'art. 9, § 5, del Regolamento l'ESMA può, però, «proibire o limitare temporaneamente talune attività finanziarie che mettono a repentaglio il corretto funzionamento e l'integrità dei mercati finanziari o la stabilità generale o parziale del sistema finanziario dell'Unione nei casi e alle condizioni specificati negli atti legislativi di cui all'articolo 1, § 2, oppure, se così richiesto, in caso di necessità dovuta a situazioni di emergenza in conformità e a norma delle condizioni di cui all'articolo 18». I progetti delle norme tecniche di regolazione e di attuazione sono adottati in Commissione; le autorità politiche dell'Unione, il Consiglio e il Parlamento, sono, invece, escluse dal procedimento di approvazione di tali norme.

Il Regolamento istitutivo conferisce all'ESMA un'indipendenza istituzionale, personale e finanziaria[389]. È, così, previsto

autorità sono estesi a profili – quali «la governance, la revisione contabile e l'informativa finanziaria» – non contemplati dalla legislazione comunitaria, che ne definisce la specifica competenza, e che, tuttavia, sono necessari «per assicurare l'applicazione effettiva e coerente» di tale legislazione. Si ipotizzano, cioè, materie strumentali, al tempo stesso, alla vigilanza prudenziale sulle banche e sulle imprese d'investimento e alla vigilanza sui mercati e sui relativi partecipanti, che sono «assorbite» nella competenza primaria dell'EBA o dell'ESMA, al fine di assicurare l'efficace applicazione della disciplina comunitaria dei settori da ciascuna di esse «governati».

[389] L'indipendenza delle autorità di vigilanza sul mercato finanziario e perciò anche dell'ESMA è condizione essenziale per il corretto esercizio dei relativi compiti. Per tale ragione essa risponde a riconosciuti standard internazionali, enunciati, tra l'altro, negli *IOSCO Principles of securities regulation*. Lo *IOSCO Principle* n. 6.3 prevede che «the regulator should be operationally independent from external political or commercial interference in the exercise of its functions and powers»; e che: «independence will be enhanced by a stable source of funding for the regulator»; precisa, poi, che «in some jurisdictions, particular matters of regulatory policy require consultation with, or even approval by, a government, minister or other authority. The circumstances in which

che gli organi decisionali dell'ESMA agiscano in piena indipendenza e obiettività nell'interesse esclusivo dell'Unione, senza chiedere, né ricevere, istruzioni né dai governi degli Stati membri, né dalle istituzioni o dagli organi dell'Unione e che le istituzioni e gli organi dell'Unione e i governi degli Stati membri o altri soggetti pubblici o privati non cerchino di influenzarli (artt. 42, 46, 49 e 52). È garantita la stabilità dei membri degli organi decisionali dell'ESMA, prevista un'ampia durata della loro carica (artt. 48, § 3, e 51, § 3), una procedura articolata per la loro nomina (artt. 48, § 2, e 51, § 2) e regole restrittive in materia di revoca del loro mandato (artt. 48, § 5, e 51, § 5). È stabilito che l'ESMA abbia un bilancio autonomo, distinto da quello dell'Unione, con entrate provenienti principalmente da contributi obbligatori delle autorità nazionali di vigilanza e dal bilancio generale dell'Unione stessa (59° considerando e art. 62).

A fronte dell'indipendenza sono stabiliti obblighi di trasparenza e di *accountability*[390]: l'ESMA è politicamente responsabile nei confronti del Parlamento e del Consiglio (art. 3) e questi ultimi possono richiedere al presidente dell'ESMA di riferire e di trasmettere una relazione scritta, che deve indicare, nel suo contenuto minimo, informazioni sulle norme tecniche di regolazione e sull'esercizio dei poteri sostitutivi delle autorità nazionali e sulle relazioni internazionali (art. 50).

such consultation or approval is required or permitted should be clear and the process sufficiently transparent or subject to review to safeguard its integrity. Generally, it is not appropriate for these circumstances to include decision making on the day-to-day technical matters».

[390] Di *accountability* delle autorità di vigilanza si occupa anche lo *IOSCO Principle* n. 6.3, secondo cui «the regulator should be accountable in the use of its powers and resources»; più in particolare, «accountability implies: a regulator that operates independently of sectorial interests; a system of public accountability of regulator; a system permitting judicial review of decision of the regulator»; inoltre, «where accountability is through the government or some other external agency, the confidential and commercial sensitive nature of much of information in the possession of the regulator must be respected. Safeguards must be in place to protect such information from inappropriate use or disclosure».

VIII.
ALCUNE CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

1. Gradualità dei passaggi da una fase all'altra dell'evoluzione della disciplina del mercato mobiliare: il ruolo propulsivo e suppletivo delle autorità di vigilanza. – 2. Un dialogo a più voci: i contributi della dottrina, della giurisprudenza e delle associazioni di categoria. – 3. Un inevitabile mutamento di prospettiva: le ricadute sull'ordinamento nazionale dell'istituzione dell'ESMA.

1. *Gradualità dei passaggi da una fase all'altra dell'evoluzione della disciplina del mercato mobiliare: il ruolo propulsivo e suppletivo delle autorità di vigilanza*

Come emerge dal quadro fin qui descritto, l'estensione della disciplina del mercato mobiliare ai vari segmenti e istituti in cui esso si articola è un fenomeno graduale. Il passaggio da una fase all'altra è, in altri termini, preparato, se non addirittura anticipato, da interventi delle autorità di vigilanza.

Lo si riscontra, soprattutto nell'estensione, tra la terza e la quarta fase (negli anni Ottanta del secolo scorso), della disciplina del mercato mobiliare dalla sollecitazione del pubblico risparmio al settore dell'intermediazione mobiliare e nella realizzazione, tra la quarta e la quinta fase (nei primi anni Novanta), della privatizzazione dei servizi di mercato.

Nel primo caso, si assiste all'estensione massima della disciplina della sollecitazione, utilizzata per regolamentare fenomeni di

intermediazione mobiliare[391]. Ciò è attestato, innanzitutto, dalle regole dettate dalla CONSOB per l'offerta al pubblico dei servizi di gestione di patrimoni mobiliari, dove la disciplina del prospetto informativo finisce per conformare il contenuto stesso del contratto di gestione. Significativa, sotto tale profilo, è anche l'inclusione, nel medesimo periodo, del soggetto incaricato del collocamento tra i destinatari della disciplina della sollecitazione e dei relativi obblighi informativi. Nella stessa direzione va, infine, l'estensione dell'oggetto del Regolamento CONSOB del 1985 sulle vendite a domicilio di valori mobiliari dalla materia dei soggetti, cui lo limita la legge, a quella degli stessi atti negoziali.

Nel secondo caso, viene in considerazione l'ampia delega di compiti e poteri, della CONSOB al Consiglio di borsa[392]. La delega riguarda, ovviamente, i soli profili attinenti all'organizzazione e al funzionamento della borsa, secondo una linea di demarcazione di funzioni che resterà valida anche a seguito della privatizzazione dei servizi di mercato, ma conosce, in tale ambito, un progressivo ampliamento. A compiti meramente tecnici segue, infatti, l'attribuzione al Consiglio di borsa anche di poteri discrezionali, come la determinazione dei lotti minimi di negoziazione. Ci si muove, certo, pur sempre, nell'ambito di istituti pubblicistici, ma il travaso di competenze è notevole e prelude alla massiccia attribuzione alla Borsa s.p.a. dei compiti di organizzazione e gestione del mercato.

In altri casi l'anticipazione da parte delle autorità di vigilanza di scelte poi «seguite» dal legislatore, pur non avendo a oggetto passaggi cruciali, come quelli sopra indicati, dell'evoluzione della disciplina del mercato mobiliare, tocca, tuttavia, istituti di sicuro rilievo.

A mero titolo esemplificativo, nel gennaio 1987 la CONSOB raccomanda alle società di revisione, al fine di salvaguardarne l'indipendenza, di non avvalersi di soggetti collegati per la prestazione di servizi professionali all'impresa connessi alla revisione e certificazione dei bilanci (art. 3, comma 1, d.p.r. n. 136/

[391] Cfr. *supra* cap. IV, par. 6.2, di questa stessa Parte.
[392] Cfr. *supra* cap. VI, par. 2.1, di questa stessa Parte.

1975)[393]; di tale esigenza si farà espressamente carico l'art. 160 del t.u.f., oggi invero abrogato, nel testo modificato dalla legge sul risparmio. Ancora, nel gennaio 1994, una delibera del CICR, adottata su proposta della Banca d'Italia, dispone che i poteri previsti dall'art. 129 del t.u.b. possano essere utilizzati – oltre che per assicurare l'equilibrio di breve periodo del mercato primario dei titoli di debito – anche per impedire la diffusione sul territorio nazionale di prodotti atipici emessi in paesi extracomunitari senza che sull'emittente siano esercitati adeguati controlli[394]. L'estensione dei compiti di vigilanza sarà poi avallata dal decreto Eurosim del 1996 che, nel modificare l'art. 129, collegherà i poteri della Banca d'Italia, ivi previsti, di differimento e di divieto dell'operazione alla finalità di assicurare non solo la stabilità, ma anche l'efficienza del mercato dei valori mobiliari. Inoltre, nel febbraio 1997 la CONSOB raccomanda alle società quotate l'adozione di alcuni principi in materia di controlli societari, sollecitando, tra l'altro, una verifica più incisiva sulla gestione da parte del collegio sindacale[395], che verrà confermata dal t.u.f. l'anno successivo. Infine, nel corso del 2002, la Banca d'Italia e la CONSOB disciplinano unitariamente i sistemi di garanzia delle operazioni su strumenti finanziari – derivati e non[396] – anticipando la modifica alle corrispondenti norme primarie del t.u.f. (artt. 69 e 70) poi introdotta dal d.lgs. n. 170/2004.

In altri casi ancora, le autorità anticipano il legislatore nell'adeguamento della normativa interna alla legislazione comunitaria, in settori già in precedenza regolati dalla legge nazionale.

Si pensi al regolamento sull'ammissione a quotazione del 1984, che recepisce le disposizioni contenute nelle direttive 79/279/CEE e 80/390/CEE, prima ancora che la l. n. 281/1985 modifichi il testo dell'art. 8 del d.p.r. n. 138/1975[397]. Ma si consideri anche il caso della decorrenza della *passivity rule* dal momento della comunicazione al mercato dell'intenzione di lanciare l'OPA, prevista dal Regolamento CONSOB sugli emittenti del

[393] Cfr. *supra* cap. IV, par. 5, in fine, di questa stessa Parte.
[394] Cfr. *supra* cap. VI, par. 1.2, in fine, di questa stessa Parte.
[395] Cfr. *supra* cap. VI, par. 3.3.1, nota 332, di questa stessa Parte.
[396] Cfr. *supra* cap. VI, par. 3.2, in fine, di questa stessa Parte.
[397] Cfr. *supra* cap. IV, par. 4.1, di questa stessa Parte.

1998[398]; la previsione, sebbene non del tutto in linea con le norme del t.u.f., risponde, tuttavia, alla filosofia sottesa alla proposta di direttiva comunitaria sulle OPA, approvata poi, dopo un iter sofferto, nel 2004 e recepita nel nostro ordinamento con il d.lgs. n. 229/2007. Gli artt. 102, comma 1, e 104, comma 1, del t.u.f., come modificati dal citato decreto legislativo, ripristinano la soluzione anticipata dalla CONSOB nel 1998.

Non vanno, infine, sottaciute le ipotesi in cui l'interventismo delle autorità di vigilanza è finalizzato a meglio arginare fenomeni illeciti[399]. Si pensi ai controlli sulle varie tipologie di offerta al pubblico di titoli atipici. Siamo, ancora una volta, negli anni Ottanta del secolo scorso. «È evidente – si legge nella già ricordata Relazione CONSOB per l'anno 1984 (p. 10) – che un controllo [...] affidato ad una pubblica amministrazione non può dare ingresso ad operazioni che siano in sé e per sé non consentite dall'ordinamento perché contrarie a norme imperative o caratterizzate da causa illecita». La prassi CONSOB di quegli anni – testimoniata dagli orientamenti da essa assunti sull'offerta al pubblico di servizi di gestione di patrimoni, di valori mobiliari di associazioni in partecipazione, di operazioni di cessione di crediti – comprova tale intendimento.

2. *Un dialogo a più voci: i contributi della dottrina, della giurisprudenza e delle associazioni di categoria*

La dottrina ha, talvolta, interpretato questo ruolo propulsivo o sostitutivo delle autorità di vigilanza come una forzatura non esente da rischi di sconfinamento dai limiti dei poteri attribuiti.

A titolo meramente esemplificativo, si ricordano, innanzitutto, le riserve espresse dal prof. Irti sul citato Regolamento CONSOB sulle vendite a domicilio del 1985 nel corso di un convegno svoltosi a Milano nel 1986. Vi si osserva che l'art. 1/18-*ter* della l. n. 216/1974 «prevede un controllo della CONSOB sui soggetti (emittente, proponente, collocatore), non già un con-

[398] Cfr. *supra* cap. VI, par. 3.3.2, nota 335, di questa stessa Parte.
[399] Cfr. *supra* cap. IV, par. 2.2, di questa stessa Parte.

trollo sugli atti negoziali» e, ancora, che «il regolamento non è chiamato a integrare o modificare la disciplina dei contratti»[400].

Si ricordano, poi, anche le critiche di buona parte della dottrina sulla disciplina dettata dalla CONSOB negli anni compresi tra il 1984 e il 1986 sulle offerte al pubblico di servizi di gestione di patrimoni mobiliari, che lamentano, in sostanza, la trasformazione del servizio di gestione in valore mobiliare. Tali critiche, tuttavia, sembrano non tener conto della formulazione letterale dell'art. 1/18 della l. n. 216/1974, che assoggetta agli obblighi di trasparenza ivi previsti anche coloro che intendono «sollecitare con altri mezzi il pubblico risparmio», prescindendo, così, dalla presenza o meno del valore mobiliare nella fattispecie sollecitatoria.

Ci si riferisce, inoltre, alle riserve sull'operato della CONSOB espresse dal prof. Minervini, il quale, pur apprezzando l'interventismo istituzionale della Commissione, rileva, tuttavia, che «non ogni interesse dei risparmiatori è affidato alla protezione della Consob, ma soltanto quegli interessi che sono contemplati dalla norma ad essa attributiva del potere di controllo: fra i quali non è l'interesse alla legittimità degli atti»[401].

È, infine, il caso di ricordare il dibattito sulla natura del nulla-osta alla pubblicazione del prospetto informativo di sollecitazione e, più in generale, sull'estensione dei poteri della CONSOB in materia; dibattito a più voci, nell'ambito del quale sono già state ampiamente richiamate le posizioni espresse dal prof. Cassese e dall'allora presidente della CONSOB, Franco Piga[402].

Oggi si può, tuttavia, affermare che, senza queste coraggiose scelte di campo delle autorità di vigilanza, la tutela accordata ai risparmiatori sarebbe stata meno completa ed efficace e che difficilmente il legislatore si sarebbe interessato a settori in precedenza non regolati con la tempistica di cui si è cercato di dar conto nel corso del lavoro.

Il ruolo della dottrina non va, d'altro canto, confinato a un mero «gioco di rimessa» sugli atti adottati e sulle prassi seguite dalle autorità di vigilanza.

[400] Cfr. *supra* nota 240.
[401] Cfr. *supra* nota 177.
[402] Cfr. *supra* cap. IV, par. 2.2, di questa stessa Parte.

Le posizioni espresse dalla dottrina influiscono, infatti, nella fase genetica delle principali leggi di riforma del mercato mobiliare. I dibattiti sulla miniriforma delle società di capitali, sui fondi comuni di investimento, sugli intermediari mobiliari anticipano, o quanto meno contribuiscono a meglio delineare, le iniziative poi assunte dal legislatore con le leggi n. 216/1974, n. 77/1983 e n. 1/1991[403].

In altre occasioni, infine, la dottrina contribuisce a definire nozioni che il legislatore lascia, invece, «aperte». Rilevano a tal fine, per ricordare solo qualche esempio: il dibattito in merito alla definizione della sollecitazione del pubblico risparmio tra la tesi c.d. «dualistica» e quella c.d. «monistica» (tra la tesi, cioè, che richiede, per integrare la fattispecie di cui all'art. 1/18 della l. n. 216/1974, la presenza sia del valore mobiliare sia dell'offerta al pubblico e quella che, invece, ritiene a tal fine sufficiente soltanto il ricorrere di quest'ultima)[404]; come pure la definizione dell'ambito di applicazione dell'obbligo di OPA configurato quale limite alla libertà negoziale[405].

Articolato è anche il contributo delle associazioni di categoria. Le circolari da esse emanate – interpretative dei principali atti di normativa primaria e secondaria in materia – rappresentano, innanzitutto, un significativo momento di confronto con le autorità, contribuendo, di volta in volta, alla trasmissione degli input di queste ultime agli associati (è il caso delle circolari Assofiduciaria e Profidi sulla disciplina del conflitto di interessi tra fiduciarie e fiducianti)[406] o alla migliore definizione delle norme di vigilanza, soprattutto nei casi in cui esse tendono a interpretare estensivamente il mandato loro assegnato dalla legge (è il caso delle circolari Assonime in materia di relazione semestrale e dell'ambito di applicazione del relativo obbligo di redazione e pubblicazione)[407].

Ma le associazioni di categoria sono anche «sentite» dalle

[403] Cfr. *supra* cap. III, par. 2, nonché le note 165, 166 e 244, di questa stessa Parte.

[404] Cfr. *supra* cap. IV, par. 2.2, di questa stessa Parte.

[405] Cfr. *supra* nota 290, in fine.

[406] Cfr. *supra* nota 238.

[407] Cfr. *supra* nota 150.

autorità in sede di predisposizione degli atti di normazione secondaria, dapprima in via informale, quindi, a seguito della l. n. 262/2005, per espressa previsione normativa, a salvaguardia dei principi di proporzionalità e di legalità sostanziale dell'attività di regolazione[408].

Infine, le Linee Guida dettate dalle associazioni e «validate» dalla CONSOB, concernenti profili rilevanti della disciplina del mercato mobiliare (è il caso della specificazione degli obblighi di adeguatezza e appropriatezza contenuti nel regolamento CONSOB in materia di intermediari), contribuiscono alla migliore definizione del quadro normativo di riferimento degli operatori[409].

Alla precisazione dell'estensione e dei limiti dei poteri conferiti alle autorità di vigilanza contribuiscono, inoltre, gli orientamenti giurisprudenziali. Per fare solo alcuni esempi, si pensi alla giurisprudenza degli anni Ottanta del pretore Placco sulla violazione delle norme contenute nella l. n. 216/1974, giurisprudenza che, come visto, contribuisce non poco alla definizione dell'ambito di applicazione della disciplina della sollecitazione del pubblico risparmio[410]. Come pure si pensi, più di recente, alle pronunce del TAR del Lazio sul versamento dei margini alla Cassa di compensazione e garanzia (1993)[411], sulla decorrenza della *passivity rule* (1999)[412] o, ancora, sulle «situazioni impeditive» degli esponenti degli intermediari del mercato mobiliare (2000)[413].

Il contributo della giurisprudenza non è, ovviamente, confinato alla definizione dell'estensione e dei limiti dei poteri delle autorità. Attiene, invece, come si è cercato di dar conto nelle note al testo, a pressoché tutti gli istituti della disciplina del mercato mobiliare.

Nei circa duecento anni di storia della legislazione del mercato mobiliare, che qui si è cercato di ripercorrere, è certo difficile

[408] Cfr. *supra* cap. VII, par. 3, di questa stessa Parte.
[409] Cfr. *supra* cap. VII, par. 4.2, di questa stessa Parte.
[410] Cfr. *supra* note 173 e 184.
[411] Cfr. *supra* nota 269, in fine.
[412] Cfr. *supra* nota 335.
[413] Cfr. *supra* nota 320.

dar conto degli indirizzi giurisprudenziali di volta in volta maturati. Se ne possono, tuttavia, individuare i settori di elezione: dalla natura e valore probatorio del listino di borsa[414] alla qualificazione dell'agente di cambio quale pubblico ufficiale o imprenditore commerciale e ai presupposti (e limiti) del suo assoggettamento a fallimento[415]; dalla responsabilità da prospetto dei soggetti coinvolti nelle operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio[416] a quella delle autorità di vigilanza[417]; dal problema della liceità della partecipazione degli agenti di cambio alle riunioni dei cc.dd. «borsini»[418] alla demarcazione tra illeciti, penali e amministrativi, di manipolazione del mercato[419]; dalla nullità dei contratti di intermediazione stipulati da soggetti non autorizzati[420] alla qualificazione della violazione da parte degli intermediari delle norme di correttezza e trasparenza stabilite dalla CONSOB quale inadempimento contrattuale piuttosto che quale nullità virtuale[421].

3. *Un inevitabile mutamento di prospettiva: le ricadute sull'ordinamento nazionale dell'istituzione dell'ESMA*

Il ruolo delle autorità, della dottrina, della giurisprudenza e delle associazioni di categoria nella costruzione della disciplina del mercato mobiliare è destinato a mutare con l'istituzione delle agenzie europee di vigilanza.

Le autorità nazionali con competenze in materia di mercato mobiliare (tra cui la CONSOB) partecipano al Consiglio delle autorità dell'ESMA (art. 43 del relativo regolamento istitutivo), cui sono affidati tutti i compiti principali di tale organismo e, in particolare, l'adozione degli atti istituzionali.

[414] Cfr. *supra* la giurisprudenza citata nelle note al testo del cap. II, par. 3.3, di questa stessa Parte.
[415] Cfr. *supra* nota 131.
[416] Cfr. *supra* nota 160.
[417] Cfr. *supra* nota 182.
[418] Cfr. *supra* cap. III, par. 4.3, di questa stessa Parte.
[419] Cfr. *supra* nota 364.
[420] Cfr. *supra* nota 308.
[421] Cfr. *supra* cap. VI, par. 1.2, di questa stessa Parte.

L'istituzione dell'ESMA si riflette perciò, innanzitutto, sullo statuto legale delle autorità nazionali. L'indipendenza a essa riconosciuta corrobora, infatti, quella delle autorità nazionali che ne fanno parte, ponendola al riparo dalle ingerenze dei legislatori e dei governi dei singoli Stati membri.

Ma l'istituzione dell'ESMA incide anche sull'*accountability* delle autorità nazionali. L'art. 8, § 1, lett. *e*, del relativo regolamento istitutivo (reg. UE n. 1096/2010) prevede, infatti, che l'ESMA organizzi ed effettui «verifiche *inter pares* delle autorità competenti, anche formulando orientamenti e raccomandazioni e individuando le migliori prassi, al fine di rafforzare l'uniformità dei risultati di vigilanza». È una prima formalizzazione di quella che in dottrina è chiamata *horizontal accountability*, per rimarcare la circostanza che le autorità nazionali che partecipano ad agenzie comunitarie rispondono l'una verso l'altra nel contribuire alla definizione e all'applicazione delle linee operative dell'agenzia medesima.

Sotto il profilo della distribuzione dei poteri, le autorità nazionali devono, d'altro canto, astenersi dal dettare disposizioni secondarie, ove siano adottate dalla Commissione UE norme tecniche di regolazione o di attuazione su proposta delle autorità di vigilanza comunitarie. In altri termini, man mano che sono emanate tali norme, non sono consentiti innesti dagli ordinamenti nazionali, pena la compromissione dell'uniforme applicazione del diritto comunitario.

È alla luce di tali considerazioni che va letta la previsione contenuta nell'art. 15, comma 1, lett. *f*, della l. 15 dicembre 2011, n. 217, che delega il governo ad apportare al t.u.f. le modifiche necessarie per tener conto dei poteri attribuiti, tra l'altro, all'ESMA dalla legislazione comunitaria. La norma citata include, infatti, tra i principi e criteri direttivi, proprio quello di «tenere conto della natura direttamente vincolante delle norme tecniche di attuazione e delle norme tecniche di regolamentazione adottate dalla Commissione europea in conformità, rispettivamente, agli articoli 15 e 10 dei regolamenti istitutivi delle Autorità di vigilanza europee».

Anche il ruolo delle associazioni di categoria è destinato a mutare.

Per la redazione di progetti di norme tecniche di regolazione (art. 10 reg. UE n. 1096/2010 cit.), l'elaborazione di norme tec-

niche di attuazione (art. 15 reg. UE n. 1096 cit.) e l'emanazione di orientamenti o la formulazione di raccomandazioni l'ESMA deve: *a)* nei primi due casi, svolgere consultazioni pubbliche e analizzare i potenziali costi e benefici, salvo che «dette consultazioni e analisi siano sproporzionate in relazione alla portata e all'impatto» dei medesimi o «alla particolare urgenza della questione», nonché chiedere il parere del gruppo delle parti interessate nel settore (art. 10, § 1, secondo periodo, e 15, § 1, secondo periodo, reg. UE cit.); *b)* nel terzo, effettuare consultazioni pubbliche e analisi sui costi e i benefici, solo se proporzionate alla sfera di applicazione, alla natura e all'impatto degli orientamenti e raccomandazioni (art. 16, § 2, reg. UE cit.), e può, se del caso, chiedere pareri o consulenze al gruppo delle parti interessate nel settore (art. 37 reg. UE cit.).

Essendo delimitato sia l'ambito degli atti in questione, che coincide con quello individuato dalle direttive e dai regolamenti applicabili al segmento mobiliare, sia le finalità cui l'ESMA deve improntare la propria azione (art. 1, § 5, reg. UE cit.), gli spazi per una regolazione «condivisa» dai destinatari finali non possono che riguardare l'adeguatezza del raggiungimento degli obiettivi medesimi e il relativo «costo» per i vigilati. Ecco perché l'intervento dei gruppi delle parti interessate nel settore assicura, sostanzialmente, il rispetto del principio di proporzionalità.

La medesima finalità è riscontrabile, come noto, anche nell'art. 23 della l. n. 262/2005. La partecipazione al processo di creazione delle norme si sposta ora, però, dal piano nazionale a quello comunitario.

Lo stesso ruolo della giurisprudenza deve fare i conti con la riserva di competenza della Corte di giustizia a pronunciarsi su qualsiasi questione di interpretazione del diritto comunitario o di validità degli atti emanati dalle istituzioni della Comunità; competenza destinata ad avere un peso sempre maggiore man mano che la regolazione del settore è assorbita dagli atti adottati dalla Commissione UE su proposta dell'ESMA.

Un esempio vistoso di tale spostamento di competenze si ravvisa nel recente riesame della MiFid[422], ove è evidente la volontà

[422] Cfr. la proposta di direttiva del Parlamento e del Consiglio del 20 ot-

del legislatore comunitario di ridurre l'ambito di intervento degli Stati membri, sia limitandone la discrezionalità in talune materie, sia delegando in altre alla Commissione il potere di disciplinare in dettaglio, spesso previa proposta dell'ESMA, numerosi aspetti della direttiva.

Se non possono, come visto, condizionare l'uniforme attuazione della disciplina comunitaria, le autorità di vigilanza nazionali possono, però, incidere sul processo di formazione delle norme, in quanto partecipano a pieno titolo alla costruzione di una disciplina – e di una prassi – comunitaria uniforme del mercato mobiliare, nella loro duplice veste di partecipanti al Consiglio dell'ESMA e di componenti del SEVIF. La compressione dei «margini di manovra» degli Stati membri riguarda così più i Parlamenti e i Governi che non le autorità di vigilanza.

tobre 2011, relativa ai mercati degli strumenti finanziari che abroga la dir. 2004/39/CE.

PARTE III.
LE ASSICURAZIONI

di Alessandro V. Guccione

PREMESSA*

1. *Uno sguardo d'insieme sulla legislazione in materia assicurativa dal primo codice di commercio unitario alla riforma della vigilanza europea*

L'impressione che emerge da uno sguardo d'insieme sulla legislazione in materia assicurativa nel periodo che va dall'Unità d'Italia fino ai giorni nostri è che i provvedimenti succedutisi nel corso degli anni vadano in effetti a costituire tante storie legislative, piuttosto che rappresentare le componenti elementari di un singolo percorso. Queste storie, spesso cominciate insieme, si sono sviluppate per lunghi tratti in modo separato, talvolta riunendosi a distanza di molti decenni. Le ragioni di questo stato di cose sembrerebbero da cercare in primo luogo nella complessità della domanda di sicurezza, che sta alla base dell'assicurazione e quindi della sua regolamentazione. La profonda diversità degli interessi da tutelare e della loro importanza concorre alla comprensione del perché, ad es., la prima forma di regolamentazione

* Desidero associarmi ai ringraziamenti già espressi da Enrico Galanti, nell'*Introduzione* a questa *Storia*, nei confronti dei relatori al seminario del 14 ottobre 2011, e di tutti quanti all'interno della Banca d'Italia con il loro supporto hanno consentito al nostro lavoro di nascere e svilupparsi. Un particolare ringraziamento va al professor Antonio Padoa Schioppa, mio *discussant* nel suddetto seminario, per la disponibilità con cui ha accettato di leggere il mio lavoro e per i suoi preziosi suggerimenti.

organica dell'attività assicurativa, che coincide con la legge istitutiva dell'INA del 1912, abbia interessato soprattutto il settore vita, o del perché l'assicurazione della responsabilità civile per i danni cagionati dalla circolazione dei veicoli a motore abbia richiesto, a un certo punto, l'introduzione dell'obbligo dell'assicurazione di questo rischio quale condizione per la circolazione dei veicoli stessi. Un secondo ordine di motivazioni è riconducibile all'atteggiamento assunto dai detentori del potere legislativo nei confronti di questa domanda: in origine di relativa indifferenza, ma poi caratterizzato dalla volontà di impiegare la risposta per finalità di promozione sociale, redistributive, di legittimazione dello *status quo* o di politica economica, in un intreccio sempre più complicato e dalle conseguenze spesso pesanti per la finanza pubblica. Queste semplici constatazioni non ci esimono dal tentare di individuare le linee di fondo assunte dalla politica legislativa in materia, ma consigliano di delimitarne l'oggetto alla regolamentazione dell'impresa di assicurazione in quanto tale, utilizzando come chiave di lettura il ruolo dell'intervento pubblico sull'attività privata. Dal susseguirsi degli atti normativi di rango primario emerge il seguente quadro.

– *Dall'unificazione fino al monopolio delle assicurazioni sulla vita*. Per un periodo di tempo relativamente lungo, che va dall'Unità d'Italia fino alla predetta legge con la quale nel 1912 viene istituito il monopolio pubblico delle assicurazioni sulla vita, l'intervento dello Stato sull'impresa di assicurazione è minimo, secondo gli indirizzi generali della politica legislativa. Deve però escludersi il totale disinteresse nei confronti dei problemi che l'impresa pone, come risulta dalle norme del codice di commercio del 1882 in materia di riserve e di bilancio e dalle prassi amministrative dirette a subordinare l'attività assicurativa al possesso di un livello minimo di patrimonializzazione.

– *Dall'istituzione dell'INA fino al recepimento della prima direttiva danni*. Una nuova fase ha inizio nel 1912 con la legge istitutiva dell'INA. In questo periodo le necessità del nascente Stato sociale, motivazioni nazionalistiche e l'esigenza di una razionalizzazione del mercato delle assicurazioni, in particolare di quelle sulla vita, nel quale sopravvivevano strumenti ibridi propri di altre epoche storiche quali le associazioni tontinarie, spingono il legislatore a modificare radicalmente il proprio punto di vista, in-

troducendo una prima forma di vigilanza pubblica sull'impresa, oltre a prevedere la progressiva realizzazione del monopolio delle assicurazioni sulla vita. La trasformazione del ruolo dello Stato in materia assicurativa verso caratteri decisamente interventistici culminerà con la legislazione del periodo 1923-25, nella quale nonostante la rinuncia al monopolio del settore vita – ma non all'idea di una partecipazione diretta dello Stato nella gestione del settore attraverso l'imposizione dell'obbligo della cessione all'INA di quote dei rischi assunti dalle imprese – vengono specificati i requisiti di ingresso delle imprese, disciplinate le riserve e definite le caratteristiche della vigilanza ministeriale, secondo una logica che, pur essendo giustificata dalla volontà di migliorare il livello qualitativo della gestione, denota una notevole chiusura del mercato, sia verso i competitori interni che verso quelli stranieri. I provvedimenti in seguito approvati possono essere collocati nella medesima prospettiva, anche se si assistette a un affinamento delle regole di vigilanza, come ad es. l'introduzione dell'obbligo dell'asseveramento del bilancio e di altri elaborati a fondamento statistico da parte di un attuario, oltre che a una razionalizzazione delle fonti in materia mediante l'adozione del testo unico del 1959.

– *L'introduzione dei principi comunitari in materia di assicurazione e la riforma della vigilanza*. Le regole che limitavano l'ingresso delle nuove imprese e altre caratteristiche della legislazione degli anni Venti cominciano ad essere messe in discussione al principio degli anni Settanta grazie soprattutto alla necessità di rispettare gli impegni derivanti dall'appartenenza alla Comunità economica europea. Con l'adozione della prima direttiva danni, il legislatore italiano viene infatti costretto a riconoscere la libertà di stabilimento delle imprese comunitarie, sia modificando le regole che disciplinano l'operatività transfrontaliera delle imprese di assicurazione che attraverso l'adozione di nuovi principi e strumenti di vigilanza prudenziale e in particolare del margine di solvibilità, che il legislatore comunitario aveva considerato quale condizione di tutela degli assicurati a fronte delle notevoli differenze che caratterizzano le legislazioni degli Stati membri in materia di riserve, oltre che quale mezzo per non distorcere la competizione tra imprese. L'attuazione della direttiva danni rappresenta il primo importante passo del processo tuttora in

atto per la piena realizzazione dei principi comunitari nel nostro ordinamento. Pressoché contestualmente, viene attuata un'importante modifica nel sistema del controllo pubblico dell'attività assicurativa, che viene affidata a un'autorità amministrativa indipendente, l'ISVAP, che fin da subito, e nonostante poteri ancora limitati e competenze concorrenti con quelle ministeriali, intraprende un'intensa attività di produzione normativa oltre che di vigilanza in senso stretto.

– *Le privatizzazioni e la riforma del sistema previdenziale*. In seguito, nel corso degli anni Novanta, le innovazioni strutturali rese necessarie dalla grave situazione di dissesto della finanza pubblica incidono anche sulla regolamentazione dell'attività assicurativa: l'INA viene privatizzato, cessano gli ultimi residui del monopolio delle assicurazioni sulla vita e viene riformata la previdenza pubblica, attraverso la progressiva realizzazione di forme di previdenza complementare, collettive e individuali, in relazione alle quali le imprese di assicurazione vengono chiamate a svolgere un ruolo centrale. L'ultimo periodo della nostra storia appare caratterizzato dalla definitiva presa d'atto della dimensione internazionale dei problemi che il mercato finanziario pone. Il processo di uniformazione normativa, che si realizza all'interno di diversi organismi sovranazionali attraverso procedure di pubblica consultazione con caratteri spiccatamente tecnici, si è fatto sempre più intenso, fino a lasciare pochi spazi di manovra ai legislatori nazionali. La stessa struttura della vigilanza su base nazionale, le cui debolezze strutturali sono emerse in occasione della crisi finanziaria esplosa nel biennio 2007-08, appare oggi in discussione e destinata a essere profondamente rivista con la creazione di autorità di vigilanza operanti a livello comunitario.

Anche le frontiere fra i tradizionali settori del mercato finanziario, sulle quali era stato impostato il controllo pubblico, appaiono oggi sempre più labili sia per l'emersione di prodotti a contenuto misto, sia perché la necessità di integrazione delle strutture e dei circuiti distributivi inducono le imprese a realizzare forme di coordinamento che, a loro volta, richiedono una profonda integrazione del lavoro delle autorità di vigilanza.

I.
DAL CODICE DI COMMERCIO DEL 1865 ALLE RIFORME DEGLI ANNI VENTI E TRENTA DEL XX SECOLO

1. *Oggetto del lavoro e problemi metodologici*

Una storia della regolamentazione dell'attività assicurativa richiede alcuni chiarimenti preliminari in ordine al suo oggetto. In senso ampio, infatti, il concetto di assicurazione è idoneo a comprendere tutte le istituzioni giuridico-sociali attraverso cui le conseguenze economiche di un evento dannoso sono poste in tutto o in parte a carico di soggetti diversi dalla vittima del danno. In questi termini, ad es., possono considerarsi parte del fenomeno assicurativo gli obblighi alimentari a favore del congiunto, ovvero i provvedimenti con i quali lo Stato interviene *una tantum* a sostegno di individui in condizioni indigenti, e così via.

Quello che interessa delineare è, invece, una storia della regolamentazione positiva dell'attività assicurativa prestata sulla base di un *contratto di assicurazione*, il cui oggetto specifico sia cioè

rappresentato, per usare le parole dell'art. 1882 c.c., dall'assunzione da parte di un soggetto dell'obbligo di «rivalere l'assicurato, entro i limiti convenuti, del danno ad esso prodotto da un sinistro», ovvero di «pagare un capitale o una rendita al verificarsi di un evento attinente alla vita umana», nella misura in cui tali attività siano svolte in forma di impresa, cioè con i caratteri della professionalità, dell'organizzazione e dell'economicità previsti dall'art. 2082 c.c. Naturalmente, essendo queste definizioni il prodotto della cultura giuridica e delle nozioni tecniche diffuse all'epoca della redazione delle norme confluite nel codice civile del 1942, non è possibile escluderne l'inadeguatezza nel cogliere il fenomeno assicurativo nel suo divenire nel lungo periodo preso in considerazione. D'altra parte un criterio è apparso necessario, per il pericolo di estendere la trattazione a un'enorme varietà di vicende, ciascuna delle quali meritevole di un separato esame, e perché per il suo tramite è possibile il confronto tra le norme di volta in volta vigenti e, quindi, una loro valutazione critica.

Questa storia deve essere inserita nel contesto economico e politico nel quale i diversi provvedimenti sono stati emanati, che viene qui ricostruito facendo riferimento alla letteratura in materia, e attraverso l'analisi delle fonti di cognizione. Riguardo a queste occorre avvertire che per i documenti più antichi è stata possibile soltanto la ricostruzione *de relato* del loro contenuto, sulla base di quanto riportato in altri scritti.

2. *La situazione negli Stati preunitari da prima del periodo napoleonico alla Restaurazione*

Per meglio inquadrare lo stato della regolamentazione delle assicurazioni al momento dell'unificazione, appare utile soffermarsi brevemente sugli ordinamenti vigenti negli Stati preunitari, distinguendo tra il periodo a ridosso della creazione del Regno d'Italia da parte di Napoleone Bonaparte, quello napoleonico e gli anni della Restaurazione.

Le assicurazioni marittime, oltre a essere state le prime a ricevere una compiuta regolamentazione dapprima con le ordinanze di Barcellona (1435-84) e gli analoghi statuti adottati da altre città di mare, presentavano un certo sviluppo in termini di mer-

cato. Così, ad es., fin dal 1741, era stata costituita a Genova la Compagnia generale delle assicurazioni marittime a cui era stato attribuito il monopolio delle assicurazioni, in cambio di un prestito gratuito all'erario, e dal 1751 nel Regno di Napoli operava la Reale compagnia di assicurazioni marittime, anch'essa in regime di monopolio, mentre è documentata a Venezia l'operatività nel corso di tutto il XVIII secolo di società tra assicuratori per la copertura dei rischi della navigazione (Compagnia dei XVIII assicuratori o Compagnia dei XXI assicuratori) e di vere e proprie società di assicurazione: la Compagnia veneta di sigurtà e la Veneta società di assicuratori, entrambe fondate nel 1788, la Camera veneta di assicurazioni (1793) e il Banco di assicurazioni (1794). A Trieste, il XVIII secolo appare caratterizzato da un notevole dinamismo in campo assicurativo, per la scelta di trasformare la città nello sbocco del traffico marittimo dell'Impero asburgico: nella città operavano il Banco di sicurtà marittima, la Compagnia di assicurazione (1764), la Camera mercantile dell'assicurazione marittima (1779), la Camera di assicurazioni e cambi marittimi, la Società greca di assicurazioni e il Banco di assicurazioni e cambi marittimi. In questo stesso periodo l'attività assicurativa è documentata sia a Livorno che ad Ancona, sia pure in misura minore rispetto alle città in precedenza indicate[1].

La regolamentazione delle assicurazioni marittime nel periodo che va dalla metà del XVIII secolo fino all'inizio dell'avventura napoleonica in Italia, risulta ancora largamente ispirata alla Ordonnance de la marine del 1681, che pur essendo vincolante per la sola Francia, era rapidamente assurta al ruolo di diritto comune in Europa[2]. In questo periodo è già evidente la dicotomia, destinata a permanere pressoché immutata nei suoi termini generali fino all'adozione del codice di commercio italiano del 1882,

[1] Sulle imprese operanti nel periodo E. De Simone, *Breve storia delle assicurazioni*, Milano 2003, p. 27 e pp. 52 ss.; A. Caracciolo, *La storia economica*, in R. Romano, C. Vivanti (a cura di), *Storia d'Italia*, III, *Dal primo Settecento all'Unità*, Torino 1973, p. 531. Sul problema se le ordinanze fossero direttamente applicabili nel Regno di Napoli, G. Cassandro, *Note storiche sul contratto di assicurazione*, in *Saggi di storia del diritto commerciale*, Napoli 1978, pp. 262 ss.

[2] R.J. Pothier, *Trattato del contratto di assicurazione*, I, Napoli 1821, II ed., p. 12.

tra la regolamentazione del *contratto* di assicurazione, che aveva raggiunto un grado notevole di sviluppo, e quella dell'*impresa* di assicurazione, pressoché inesistente, fatta eccezione per le norme statuite in relazione a singole compagnie all'atto dell'autorizzazione, quelle di carattere tributario e quelle relative alle formalità da osservare per la registrazione dei contratti conclusi o la mediazione tra assicuratore e cliente. Profili centrali per la prudente gestione del rischio, quali la costituzione di riserve adeguate ai rischi o la definizione dei rischi assicurabili, rimanevano invece affidati alla libera iniziativa dei privati[3], ovvero legati a logiche pro-

[3] In proposito va ricordato che nel 1771, a seguito della richiesta della Equitable Society operante a Londra di aiutarli a progettare una tavola di mortalità su cui basare i premi delle assicurazioni sulla vita e per le rendite, Richard Price aveva pubblicato le *Observation on Reversionary Payments*, che gli valsero il titolo di fondatore della scienza attuariale, e i cui risultati in tema di probabilità sono ancora oggi utilizzati dalle compagnie di assicurazione per il calcolo dei premi (P.L. Bernstein, *Più forti degli dei. La straordinaria storia del rischio*, trad. it. di L. Saraval, Milano 2002; B. Battistig, M. Maestro, *Radici storiche dell'immagine dell'assicurazione e contributi al suo miglioramento*, in «Assicurazioni», I, 1992, pp. 298 ss.). Nello stesso periodo in Italia erano in uso sistemi alquanto rudimentali. In ordine al (mancato) utilizzo della tecnica assicurativa moderna (impiego del calcolo attuariale, costituzione di riserve commisurate ai rischi ecc.), B. Caizzi, *Assicurazione ed economia nell'età moderna*, in ANIA (a cura di), *L'assicurazione in Italia fino all'Unità. Saggi storici in onore di Eugenio Artom*, Milano 1975, afferma che: «Per i capitalisti che partecipavano contemporaneamente a più speculazioni o che facevano investimenti continuativi si instaurava una certa legge di compenso fra gli affari giunti a buona conclusione e affari finiti male, ma l'azzardo restava per chi si inseriva casualmente in una o poche operazioni; e soprattutto il sistema delle associazioni a breve termine non consentiva la formazione di fondi di riserva comunque intesi. Le leggi del calcolo assicurativo erano pensate confusamente e applicate quasi per istinto, e molte altre circostanze contribuivano a fare d'ogni contratto d'assicurazione un fatto a sé, svincolato da qualsiasi legge dei grandi numeri», p. 359. Lo stesso autore osserva (p. 360) che il più noto libro settecentesco in materia attuariale, la *Doctrine of Chances* di Abraham de Moivre risalente al 1733, nel quale l'autore elaborava il concetto di distribuzione normale, venne pubblicato a Milano solo nel 1776 come manuale universitario. Le prime forme di gestione moderna del rischio da parte di imprese italiane devono quindi essere considerate le clausole degli statuti sociali con cui venivano imposte limitazioni alla tipologia dei rischi assicurabili, al loro controvalore complessivo e previsto l'accantonamento a riserva di una parte fissa del capitale versato: per le imprese operanti a Venezia, Caizzi, *Assicurazione ed economia nell'età moderna* cit., pp. 381 ss.

prie della politica economica o criminale[4]. Negli altri settori, il XVIII secolo vede nascere diverse società di mutuo soccorso tra i soggetti appartenenti a determinate categorie professionali, nelle quali però l'elemento mutualistico appare ancora profondamente connesso a quello della beneficenza[5].

Al principio del XIX secolo si assiste a una contrazione del mercato assicurativo[6], ma allo stesso tempo viene realizzata una prima forma di unificazione legislativa quale conseguenza dell'annessione di parte del territorio italiano all'Impero francese e con l'estensione al Regno d'Italia (decreto del 17 luglio 1808) del codice di commercio francese e la conseguente abrogazione delle norme in precedenza vigenti. Le nuove norme contengono una disciplina dell'attività di mediazione in materia di assicurazioni marittime (artt. 72, 73, 77, 79 e 81), affidando ai *sensali* il compito di provvedere alla redazione dei contratti e quello di accertare il corso dei premi, nonché una compiuta disciplina del contratto di assicurazione marittima (artt. 332 ss.), oltre che del prestito a cambio marittimo (artt. 311 ss.), da più parti considerato una peculiare forma assicurativa[7]. Il codice

[4] Frequente era, ad es., il divieto di assicurare merci straniere, come ad es. la *parte* del Senato di Venezia del 15 maggio 1421, considerato anche il provvedimento più antico della Repubblica in materia assicurativa: E. Spagnesi, *Aspetti dell'assicurazione medievale*, in ANIA (a cura di), *L'assicurazione in Italia fino all'Unità* cit., pp. 99 ss.

[5] De Simone, *Breve storia delle assicurazioni* cit., p. 55. In questa fase storica non sembrerebbe essere stato ancora del tutto definito il ruolo delle diverse tipologie di intermediari finanziari: G. Boccardo, *Manuale di storia del commercio, delle industrie e dell'economia politica*, Torino 1858, in relazione alla diffusione in tutta Europa delle casse di risparmio affermava, dopo aver ricordato che le prime a essere state costituite in Italia erano state quelle di Venezia (1822) e di Lombardia (1823), «Oggidì tutta Europa è cosparsa di queste benedette istituzioni, mercé le quali l'operaio può, nell'età della forza e della salute, prepararsi un peculio assai più consolante e più dignitoso di quello strappato all'elemosina che spesso umilia e talvolta corrompe, un peculio che lo aiuti nei giorni della malattia o della vecchiezza; gustando i soavi frutti della previdenza, il padre di famiglia, invece di gettare il suo guadagno all'osteria, lo mette in serbo pè suoi cari, cui, morendo, lascia un appoggio più sicuro di quello che procurar si potrebbero andando cerconi per la pubblica via».

[6] De Simone, *Breve storia delle assicurazioni* cit., pp. 56 e 58.

[7] Sul problema dell'autonomia della genesi del contratto di assicurazione rispetto al prestito a cambio marittimo: Cassandro, *Genesi e svolgimento del*

napoleonico non conteneva disposizioni specifiche sull'impresa di assicurazione[8].

Nel periodo della Restaurazione, l'attività assicurativa assume caratteri più moderni, anche per la diffusione delle assicurazioni sulla vita e contro gli incendi, che imponevano una migliore conoscenza della tecnica attuariale[9]. In ogni caso si tratta di progressi molto lenti, posto che l'economia italiana di quegli anni è caratterizzata da un grave sottosviluppo che preclude la formazione di risparmi significativi – peraltro attratti dalle elevate rendite offerte dai titoli del debito pubblico – oltre a essere profondamente legata all'agricoltura, che viene ancora condotta con metodi arcaici. Questo stato di cose può desumersi, ad es., dall'evoluzione del numero dei contratti di assicurazione sulla vita stipulati dalle Assicurazioni Generali, fondate a Trieste nel 1831: nel 1832 la compagnia stipula 6 polizze, 214 nel 1837, per arrivare a 922 intorno al 1840. In questi anni tende ad aumentare il numero delle assicurazioni in forma mutua, che non essendo considerate società commerciali possono tra l'altro godere delle norme in materia di libertà di associazione, ed emerge anche la tendenza all'operatività transfrontaliera, a sua volta espressione della necessità tecnica della massima distribuzione del rischio[10].

A questi, sia pure limitati, progressi in campo aziendalistico, non corrisponde un'evoluzione sotto il profilo normativo. La legislazione civile e commerciale napoleonica sopravvive infatti alla Restaurazione, confluendo negli ordinamenti di molti degli Stati fra i quali il Congresso di Vienna aveva ripartito il territorio italiano. L'intervento statale, durante questo periodo, è limitato ai

contratto di assicurazione, in *Saggi di storia del diritto commerciale* cit., p. 239.

[8] Secondo G.S. Pene Vidari, *Il contratto d'assicurazione nell'età moderna*, in ANIA (a cura di), *L'assicurazione in Italia fino all'Unità* cit., il *Code de commerce* rifletteva in effetti una visione ormai superata dell'assicurazione, che all'epoca era più evoluta per la comparsa dell'impresa di assicurazione, delle mutue assicuratrici e per la diffusione dell'attività assicurativa ben oltre il commercio marittimo.

[9] De Simone, *Breve storia delle assicurazioni* cit., p. 56. Particolarmente sviluppato sarebbe stato in Piemonte il mercato delle assicurazioni per il rischio incendi, e per quelli riguardanti l'agricoltura e il bestiame: Caracciolo, *La storia economica* cit., p. 677.

[10] De Simone, *Breve storia delle assicurazioni* cit., p. 58.

divieti all'operatività delle compagnie straniere, alla necessità di un'approvazione ministeriale per l'esercizio dell'assicurazione, e alla necessità di un minimo controllo finanziario[11].

3. *La situazione all'indomani dell'unificazione*

Con l'unificazione dell'Italia, realizzatasi nel 1861, i progressi di tipo aziendale sopra descritti non subiscono significative evoluzioni, anche se è stato osservato che «nel primo decennio dell'Unità si registrò una certa crescita produttiva, di cui risentì positivamente anche l'attività assicurativa»[12], determinando un incremento del numero delle imprese operanti nel settore e dell'interesse di operatori stranieri[13].

Alcune innovazioni si hanno invece dal punto di vista della regolamentazione. L'aspetto più importante è rappresentato dall'unificazione legislativa, prevista dalla l. 2 aprile 1865, n. 2215, e concretizzatasi nel diritto privato con la promulgazione, il 25 giugno 1865 del codice di commercio e del codice civile. Il primo, oltre a disciplinare l'attività dei sensali di assicurazione, il contratto di assicurazione marittima e il prestito a cambio marittimo, qualifica come atti di commercio sia le assicurazioni marittime, sia le assicurazioni terrestri quando non esercitate in for-

[11] Durante la Restaurazione (Pene Vidari, *Il contratto d'assicurazione nell'età moderna* cit., pp. 309 ss. e n. 423 a p. 310) il codice napoleonico mantiene vigore con modificazioni in Lombardia e nel Granducato di Toscana, a Lucca nel testo integrale. Continua a essere applicato, attraverso traduzioni, in altri Stati italiani, quali il codice napoletano del 1819 e il Regolamento provvisorio di commercio dello Stato della Chiesa del 1821, e il codice di commercio del 1842 del Regno di Sardegna. Negli Stati che non avevano adottato il codice napoleonico, o che lo avevano abrogato a seguito della Restaurazione, esso veniva osservato nella pratica, con l'unica eccezione del Ducato di Modena nel quale, dopo la Restaurazione, si era tornati al sistema preesistente (basato sugli usi e sul diritto comune): si era comunque provveduto alla redazione di un codice di commercio, che però non entrò mai in vigore. Per i riferimenti agli altri profili della legislazione in materia assicurativa in questo periodo Pene Vidari, *Il contratto d'assicurazione nell'età moderna* cit., pp. 313 ss.

[12] De Simone, *Breve storia delle assicurazioni* cit., p. 74.

[13] V. Castronovo, *Storia economica d'Italia. Dall'Ottocento ai giorni nostri*, Torino 1995, p. 43.

ma mutua (art. 2, comma 2, nn. 18 e 19). Inoltre gli artt. 183 e seguenti contengono una, ancorché minima, regolamentazione dell'Associazione mutua commerciale, destinata ad avere un importante ruolo nella futura disciplina assicurativa.

Sebbene manchino nel codice di commercio del 1865 regole sull'impresa di assicurazione, «il Governo aveva adottato la massima di imporre alle società assicuratrici che volevano essere autorizzate all'esercizio di questa industria l'obbligo di vincolare a titolo di cauzione una somma da 50 a 100 mila lire di rendita italiana, che dovevano essere aumentate di 50 mila per ogni successivo milione di premi da riscuotere»[14]. Esistono inoltre norme applicabili a singoli aspetti dell'attività assicurativa. Possono considerarsi tali, oltre alle disposizioni di carattere tributario (l. 21 aprile 1862, n. 588, sulla tassazione di assicurazioni e capitali delle banche), l'istituzione ad opera del decreto 5 settembre 1869, n. 5256, dell'obbligo per le società assicuratrici di pubblicare un prospetto mensile della propria situazione. Quest'ultimo provvedimento apporta inoltre alcune modifiche al controllo pubblico sulle società commerciali, affidando agli uffici provinciali d'ispezione il compito di ricevere le domande di autorizzazione da parte delle società, e prevedendo che eventuali indagini sulla gestione sociale dovessero essere sollecitate dai soggetti interessati, tra cui gli assicurati[15].

4. *Dall'avvento al potere della sinistra (1876) fino alla fine del XIX secolo*

Negli ultimi anni del XIX secolo si verificarono importanti eventi economici, sociali e politici destinati a pesare non poco

[14] C. Vivante, *Trattato di diritto commerciale*, II, *Le società commerciali*, Milano 1912, IV ed. riveduta e ampliata, p. 554, n. 7.

[15] M. Romani, *Storia economica dell'Italia nel secolo XIX. 1815-1882*, Bologna 1982, n. 230. La mancata introduzione di un'organica disciplina delle assicurazioni terrestri nei codici del 1865 sembrerebbe il frutto della consapevole scelta del legislatore – emergente dai lavori preparatori – di non imporre eccessivi vincoli all'impresa assicurativa in una fase di sviluppo ancora iniziale, nonché di non sottrarre la materia al campo della libertà contrattuale: A. La Torre, *Diritto delle assicurazioni*, I, *La disciplina giuridica dell'attività assicurativa*, Milano 1987, p. 32.

sulla futura regolamentazione del fenomeno assicurativo. La crisi agraria con i suoi pesantissimi effetti sulla popolazione, la nascita del movimento operaio e dei primi partiti politici di massa, l'allargamento del suffragio, insieme all'emersione di una nuova classe politica che guarda al sistema che altri Stati europei avevano già cominciato ad adottare per l'attenuazione del conflitto sociale, possono infatti considerarsi tra i fattori che concorsero alla nascita dello stato sociale, che si manifesterà anche attraverso la creazione di un peculiare sistema di assicurazioni. Questa nuova fase prende le mosse dall'introduzione, per mezzo della l. 17 marzo 1898, n. 80, dell'obbligo di assicurare gli operai presso la Cassa nazionale di assicurazione per gli operai contro gli infortuni del lavoro (sorta da una convenzione tra casse di risparmio e altri enti, e riconosciuta dalla l. 8 luglio 1883, n. 1473, la cassa aveva fino a quel momento gestito una forma di assicurazione *facoltativa*, in concorrenza con altri soggetti)[16] e dalla creazione, nello stesso anno, della Cassa nazionale di previdenza per l'invalidità e la vecchiaia degli operai, allo scopo di gestire forme di assicurazione facoltativa contro l'invalidità e la vecchiaia. Dal punto di vista della regolamentazione generale delle assicurazioni deve registrarsi un primo importante passo avanti, nel senso di una maggiore attenzione alle esigenze di gestione prudenziale dell'impresa. Il nuovo codice di commercio promulgato il 31 ottobre 1882, ed entrato in vigore il primo gennaio 1883, stabilisce (art. 145 cod. comm. 1882) che le società italiane di assicurazione sulla vita debbano impiegare in titoli del debito pubblico dello Stato, vincolati presso la Cassa depositi e prestiti, un quarto delle somme versate dalla clientela e dei relativi frutti; un analogo obbligo viene previsto per le società di assicurazione straniere operanti in Italia, ma in questo caso esso ha per oggetto la metà di quanto versato dalla clientela e dei relativi frutti. Viene inoltre prevista (art. 177, comma 2, cod. comm. 1882) la redazione di un bilancio tecnico da parte delle compa-

[16] Con il r.d. 23 marzo 1933, n. 264, la Cassa nazionale, ridenominata Istituto nazionale per l'assicurazione contro gli infortuni sul lavoro, diventerà l'unico gestore delle assicurazioni obbligatorie contro gli infortuni sul lavoro. La costituzione della Cassa nazionale era stata promossa nel 1883 da Luigi Luzzatti: P. Sacerdoti, *Previdenza e promozione del risparmio nell'economia moderna*, in «Diritto e pratica nell'assicurazione», I, 1964, p. 3.

gnie di assicurazione, conforme alle disposizioni da emanarsi successivamente e poi adottate con il r.d. 9 gennaio 1887, che prevede la creazione di una riserva per rischi in corso e una riserva per sinistri già accaduti ma ancora da liquidare[17]. L'art. 131, ultimo comma, cod. comm. 1882, stabilisce che le società aventi per oggetto esclusivo le assicurazioni, possano costituirsi con il versamento in danaro di un decimo del valore nominale delle azioni sottoscritte dal socio, diversamente dalla regola generale, contenuta nello stesso art. 131, che prevede il versamento dei tre decimi. Altra importante innovazione è il riconoscimento di una soggettività giuridica distinta da quella dei soci alle associazioni mutue (art. 239, cod. comm. 1882), e l'assoggettamento delle associazioni di mutua assicurazione alle norme in materia di responsabilità degli amministratori, di pubblicità dell'atto costitutivo e dello statuto, nonché delle loro modifiche, e di bilancio stabiliti per le società anonime, oltre che alle disposizioni dell'art. 145, cod. comm. 1882, in precedenza ricordate. L'assenza, per il resto, di significativi poteri pubblici sulle imprese di assicurazione appariva ai contemporanei una scelta in controtendenza rispetto ad altri Stati, cosicché Vivante[18] osserva che in Italia le imprese di assicurazione «non sono punto soggette all'autorizzazione e alla sorveglianza governativa; la legittimità del loro esercizio non è punto vincolata ad un minimo di capitale di fondazione o di garanzia; esse non sono soggette all'esercizio esclusivo di quell'industria, né ad impiegare i loro capitali in certi modi più cauti, come pure prescrivono alcune leggi straniere», e in particolare l'ordinanza austriaca del 18 agosto 1890 e la legge federale svizzera del 13 gennaio 1885[19].

5. *Dall'inizio del XX secolo fino alla prima guerra mondiale*

La scelta di intervenire in minima misura sul funzionamento delle imprese di assicurazione è bruscamente abbandonata con

[17] C. Vivante, *Il contratto di assicurazione*, II, *Le assicurazioni marittime*, Milano 1890, pp. 62 ss.

[18] Ivi, p. 59, n. 1.

[19] Per un'ampia rassegna comparatistica sulla legislazione del periodo, A. Jorio, *Impresa di assicurazione e controllo pubblico*, Milano 1980, pp. 16 ss.

l'adozione della l. 4 aprile 1912, n. 305, nella quale viene stabilito che «le assicurazioni sulla durata della vita umana, in tutte le loro possibili forme» debbano essere esercitate «in regime di monopolio dall'Istituto nazionale di assicurazioni», che viene contestualmente istituito[20]. In via transitoria, è consentito alle imprese già operanti alla data del 31 dicembre 1911 di continuare la propria attività per altri dieci anni previa autorizzazione, da concedersi con decreto reale, comunque subordinata alla cessione all'INA del 40% di ciascun rischio assunto dopo l'entrata in vigore della legge.

Sulle ragioni del provvedimento sono state espresse varie opinioni: dalla volontà di limitare l'importanza delle imprese di assicurazione straniere operanti in Italia, manifestazione del clima nazionalistico che va formandosi in quegli anni, fino alla motivazione tecnica, che considera l'istituzione del monopolio come strumento attraverso il quale realizzare il principio della ripartizione del rischio tra tutti i soggetti ad esso esposti, e la complessità di tali ragioni, che probabilmente tutte concorsero seppure in diversa misura a formare il consenso intorno a una soluzione così radicale, trova una conferma nel dibattito sull'opportunità del provvedimento[21]. Quello che occorre tuttavia sottolineare

[20] La legge prevede una serie di esenzioni al divieto di esercitare l'attività di assicurazione sulla vita umana. Tra queste vanno segnalate, accanto agli enti previdenziali e alle casse di previdenza: *a)* le società di mutuo soccorso, non aventi scopo di speculazione, che assicurino ai loro soci un capitale non superiore alle 1000 lire o una rendita non superiore alle 400 lire annue; *b)* le aziende private in quanto provvedono direttamente al trattamento di quiescenza, o di pensione o a sussidi in caso di morte per il loro personale; *c)* i contratti vitalizi stipulati a norma degli artt. 1789 e seguenti del codice civile.

[21] De Simone, *Breve storia delle assicurazioni* cit., p. 76; P.E. Cassandro, *Le gestioni assicurative*, Torino 1963, II ed., pp. 28 ss. L'origine dell'idea della necessità dell'intervento statale in materia assicurativa, in particolare nella forma dell'assicurazione obbligatoria, è in genere fatta risalire all'opera di A. Wagner, *Der Staat und das Versicherungswesen*, Tübingen 1881. Al momento di entrata in vigore della legge le imprese italiane raccolgono premi per 30 milioni di lire e quelle estere 69, corrispondenti rispettivamente a 171.000 e 285.000 polizze, delle quali 71.000 fanno capo alle Assicurazioni Generali e alla Riunione Adriatica di Sicurtà (Assicurazioni Generali, *L'assicurazione sulla vita*, Trieste 1981). La creazione del monopolio faceva in effetti parte del programma del quarto governo Giolitti, nell'ambito del quale era stato concepito come strumento per il finanziamento delle pensioni operaie. Il dibattito è documentato da una serie

è come la legge dia vita a una prima forma di vigilanza pubblica sull'attività assicurativa, stabilendo che la prosecuzione dell'attività da parte delle imprese debba essere autorizzata, subordinando l'autorizzazione a una serie di condizioni[22], richiedendo alle imprese nazionali ed estere di presentare al Ministero di agricoltura, industria e commercio le proprie tavole di mortalità con l'indicazione del tasso di interesse impiegato per il calcolo della riserva matematica, affidando al ministro dell'Agricoltura, industria e commercio il compito di accertare, mediante ispezioni, la mortalità effettiva degli assicurati e l'effettivo tasso di rendimento dei capitali, con il potere, in caso di notevoli differenze, di procedere alla revisione del calcolo delle riserve e di richiedere all'impresa l'eventuale reintegrazione. La legge tenta anche una prima razionalizzazione dei soggetti ammessi a esercitare l'attività assicurativa, vietando le assicurazioni tontinarie[23] o di ripar-

di articoli comparsi su «La Stampa» (accessibili per mezzo dell'archivio storico consultabile online), dalla descrizione della presentazione del programma al Parlamento su *Il Parlamento accoglie con vivi applausi le dichiarazioni dell'on. Giolitti*, in «La Stampa», 7 aprile 1911, fino all'annuncio della riunione del primo consiglio di amministrazione del nuovo istituto, su *Il regolamento per l'entrata in vigore della legge sul monopolio delle assicurazioni*, in «La Stampa», 8 settembre 1912. Su questa delicata vicenda della storia della regolamentazione assicurativa, v. ora l'*Introduzione* di G. Cottino a M. Irrera, *L'assicurazione: l'impresa e il contratto*, Torino 2011, II ed., p. XXI.

[22] L'impiego in titoli del debito pubblico dello Stato, o garantiti dallo Stato, vincolati presso la Cassa depositi e prestiti, della metà dei premi riscossi in corrispondenza dei rischi assunti e i frutti ottenuti dai titoli medesimi; il deposito presso il Ministero di agricoltura, industria e commercio delle tariffe dei premi per le singole forme di assicurazioni e l'approvazione di tali tariffe da parte dello stesso Ministero; il già segnalato obbligo di cessione all'INA di una parte dei nuovi contratti.

[23] De Simone, *Breve storia delle assicurazioni* cit., pp. 33 ss., ricostruisce le origini di questa operazione, concepita da Lorenzo Tonti nel XVIII secolo, nei termini che seguono: «Si trattava dell'abbinamento del sistema dei prestiti pubblici con le rendite vitalizie»; «Vi furono parecchie varianti, tutte, però, fondate sul principio della riscossione di una rendita vitalizia, che aumentava per i superstiti a mano a mano che i sottoscrittori morivano»; una delle più famose, approvata in Francia da Luigi XIV, «prevedeva l'apertura di una sottoscrizione pubblica di quote di 300 lire ciascuna e la suddivisione dei partecipanti in dieci classi di età di sette in sette anni (da 0 a 7 anni, da 7 a 14, da 14 a 21 e così via) fino all'età di 70 anni. A ciascuna classe si assegnava una rendita annua complessiva di 102.500 lire, che doveva essere ripartita fra i sottoscrittori sopravvis-

tizione – la cui soppressione aveva formato oggetto di un autonomo progetto di legge fin dall'inizio del 1911 – e disponendo l'amministrazione straordinaria di quelle esistenti ad opera di un commissario governativo.

Allo scoppio della prima guerra mondiale, si rendono necessari alcuni importanti provvedimenti. Il notevole aggravamento dei rischi connessi alla navigazione durante il periodo bellico, e il rifiuto da parte delle imprese private di farsene carico[24], conduce all'adozione del r.d. 30 agosto 1914, n. 902, con il quale l'Istituto nazionale delle assicurazioni viene «autorizzato temporaneamente ad assumere, per conto e nell'interesse dello Stato, i rischi di guerra della navigazione marittima» (art. 1), e in particolare a riassicurare, a determinate condizioni, fino al 90% i rischi di guerra in navigazione assunti da compagnie nazionali, da compagnie estere, di assicurazioni marittime, e dai sindacati e consorzi di mutua assicurazione fra armatori nazionali (art. 1, decreto del Ministero di agricoltura, industria e commercio del 30 agosto 1914), autorizzazione che viene in seguito estesa anche ad altri rami (d.lgt. 14 aprile 1918, n. 589). Durante la guerra sono introdotte altre norme speciali (d.lgt. 29 luglio 1915, n. 1167) riguardanti le imprese di assicurazione sulla vita per il rischio di guerra e le imprese di assicurazione straniere operanti in Italia.

In questo stesso arco di tempo, altri passi vengono compiuti verso la creazione dello stato sociale, mediante l'imposizione, in più riprese, tra il 1906 e il 1912, dell'assicurazione obbligatoria contro l'invalidità e la vecchiaia a favore di alcune categorie di lavoratori, la cui gestione è affidata alla Cassa nazionale di previdenza, estendendo ai lavoratori agricoli la copertura assicurativa

suti della stessa classe. In tal modo, chi restava in vita vedeva aumentare di anno in anno la rendita a lui spettante, fino a quando rimaneva una sola persona, che avrebbe percepito l'intera rendita. Alla sua morte essa sarebbe passata allo Stato». Lo stesso autore indica quali inconvenienti del sistema: *i)* il rischio di eccessivo affollamento delle singole classi, tale da non giustificare l'investimento iniziale; *ii)* il rischio della morte prematura; *iii)* dal punto di vista della finanza pubblica, la notevole lunghezza dell'operazione, che poteva durare quasi un secolo. Operazioni di questo genere vengono realizzate da società private sia in Francia che in Italia fino all'inizio del XX secolo (De Simone, *Breve storia delle assicurazioni* cit., p. 36).

[24] Ivi, p. 77.

contro gli infortuni, e sancendo il principio per cui essa operava a prescindere dalla richiesta da parte del datore di lavoro (1917).

6. *Dalla fine della prima guerra mondiale al r.d.l. 29 aprile 1923, n. 966*

Con la fine della guerra e l'annessione di Trieste all'Italia le compagnie ivi operanti, e in particolare le Assicurazioni Generali, fanno il loro ingresso nel mercato italiano come imprese nazionali. Questi nuovi operatori, le cui dimensioni e raggio d'azione sono di gran lunga superiori a quelli delle altre imprese italiane, modificano il ruolo dell'Italia nel mercato assicurativo internazionale, rendendola importatrice netta di premi[25].

Dal punto di vista regolamentare, gli anni immediatamente successivi alla guerra sono caratterizzati da un'intensa attività «politica» da parte delle compagnie, diretta a ottenere la soppressione del monopolio delle assicurazioni sulla vita, la cui attuazione – da completare entro il 1922 – è ormai imminente. Un ruolo di primissimo piano è svolto dagli organi direttivi delle Assicurazioni Generali, che fanno valere sia il peso economico della compagnia, sia ragioni di prestigio nazionale, avendo la meglio sugli argomenti a favore del mantenimento del monopolio[26], che viene soppresso dal r.d.l. 29 aprile 1923, n. 966, con il riconoscimento della possibilità di esercizio dell'assicurazione sulla vita umana da parte dell'INA e delle imprese private, nazionali ed estere, debitamente autorizzate.

La fine del monopolio non implica tuttavia la rinuncia agli obiettivi che il legislatore aveva inteso attribuire all'INA, rappresentati dall'utilizzo delle riserve dell'ente per l'investimento in settori di interesse pubblico. A questo scopo il r.d.l. n. 966/1923 conferma l'obbligo di cessione all'INA, in cambio di una corrispondente parte del premio, di una quota del rischio assunto in relazione ai contratti di assicurazione sulla vita, ma questo viene

[25] *Ibid.*

[26] F. Balletta, *Mercato finanziario e Assicurazioni Generali (1920-1961)*, Napoli 1995.

strutturato in forma progressivamente decrescente (40% per i rischi assunti nei primi dieci anni dall'autorizzazione; 30% per quelli nel secondo decennio; 20% per quelli nel terzo decennio, 10% per quelli assunti in seguito).

Oltre a disciplinare la fine del monopolio in materia di assicurazioni sulla vita, il r.d.l. n. 966/1923, insieme al regolamento per l'esecuzione (r.d. 4 gennaio 1925, n. 63), introduce la prima organica regolamentazione dell'attività assicurativa nel suo complesso. In generale, viene vietato alle società in nome collettivo, in accomandita a garanzia limitata, e alle persone singole di esercitare le assicurazioni, salvo i contratti vitalizi a norma degli artt. 1789 ss. del codice civile. In materia di assicurazioni sulla vita, oltre a coordinare le norme sull'organizzazione e il funzionamento dell'INA, la legge prevede l'obbligo dell'autorizzazione da parte del ministro dell'Industria e del commercio, per le imprese che intendano esercitare l'assicurazione e la riassicurazione, e fissa i requisiti per l'autorizzazione delle imprese italiane e per quelle straniere[27]. Viene definita e disciplinata la riserva matematica, con particolare riferimento alle modalità di calcolo e alle attività nelle quali la riserva può essere investita, essenzialmente rappresentate da titoli emessi o garantiti dallo Stato, oltre che da immobili, e regolata la costituzione del vincolo su tali beni a favore degli assicurati, abrogando gli obblighi previsti dall'art. 145, cod. comm. 1882. Ancora dal punto di vista prudenziale, viene imposto l'obbligo di destinare al fondo di riserva ordinario previsto dall'art. 182, cod. comm. 1882, almeno il 10% degli utili netti annuali, fino al raggiungimento del 5% della riserva matematica e,

[27] Alle imprese italiane viene richiesto: *i)* un capitale minimo sottoscritto (10 milioni di lire) e versato (5 milioni di lire), per le società anonime, e un fondo di garanzia analogo nel caso di associazioni di mutua assicurazione; *ii)* l'obbligo del deposito di una somma (2 milioni di lire) presso la Cassa depositi e prestiti; *iii)* la presentazione delle tavole di mortalità e del saggio di interesse da utilizzare per il calcolo dei premi e della riserva matematica; *iv)* l'esposizione dei metodi attuariali utilizzati per il cacolo dei premi puri dei caricamenti e della riserva matematica; *v)* le tariffe dei premi puri e dei premi lordi; *vi)* le condizioni generali di polizza per i vari tipi di assicurazione. L'autorizzazione delle imprese straniere è invece subordinata all'esistenza di un rappresentante generale in Italia, all'esercizio dell'attività da almeno dieci anni nel paese d'origine, oltre che al principio di reciprocità.

nel caso di imprese operanti in altri rami, quello di indicare quale parte della riserva matematica e del fondo di riserva ordinario sia destinata alle diverse attività. La legge prevede inoltre la gestione separata della riserva matematica e del fondo di riserva ordinario, fissandone un valore minimo.

In materia di assicurazioni contro i danni, il decreto istituisce l'obbligo dell'autorizzazione sulla base di requisiti analoghi a quelli previsti per le imprese operanti nel ramo vita e quello di costituire e vincolare a favore della massa degli assicurati una somma, comunque non inferiore a determinati importi, che doveva essere pari, alla fine di ciascun esercizio, al 35% dei premi lordi dell'esercizio appena concluso e rivenienti da assicurazioni stipulate, in detto esercizio o in quello precedente, per rischi compresi nel portafoglio italiano. Dette cauzioni venivano assoggettate alla disciplina della riserva matematica quanto alle modalità di impiego e alla costituzione del vincolo a favore degli assicurati.

Sotto il profilo gestionale, la legge impone alle imprese di assicurazione l'obbligo di tenuta di speciali libri contabili, connessi alla peculiarità dell'attività assicurativa[28], e la tenuta di una con-

[28] Il r.d. n. 63/1925 stabilisce che le imprese di assicurazione oltre ai libri legali prescritti dal codice di commercio o da altre leggi, debbano tenere presso la sede centrale del Regno: *1)* un registro dei contratti, anche diviso per agenzia, nel quale, in ordine cronologico, iscrivere i contratti stipulati dalla sede e dalle agenzie con l'indicazione della data e degli estremi della proposta e del perfezionamento del contratto; *2)* un repertorio dei sinistri nel quale registrare i sinistri denunciati secondo l'ordine cronologico delle denunce; *3)* un registro dei contratti scaduti; *4)* un registro dei contratti per i quali sia avvenuta decadenza; *5)* un registro dei contratti per i quali sia avvenuto il riscatto; *6)* il registro dei premi prescritto dal testo unico delle leggi tributarie sulle assicurazioni, approvato con r.d. 30 dicembre 1923, n. 3281; *7)* un libro di conti individuali degli assicurati con partecipazione agli utili, in ogni conto del quale, quando gli utili spettanti agli assicurati non sono pagabili immediatamente a fine di esercizio, dovrà essere iscritta la parte di utile da attribuire a ciascun contratto. Il Ministero dell'economia nazionale ha inoltre la facoltà di stabilire norme per la tenuta dei libri e di richiedere alle imprese la tenuta di altri libri o registri. Viene infine stabilito che presso la sede centrale delle imprese nazionali e delle rappresentanze nel Regno delle imprese estere debbano essere conservate le proposte di assicurazione, la copia delle singole polizze emesse e i relativi certificati medici e le copie dei contratti di riassicurazione, retrocessione e partecipazione e tutti gli elementi relativi.

tabilità speciale per l'assicurazione sulla vita, e più in generale la gestione separata di questa forma di assicurazione.

Viene poi completamente ridefinita la disciplina della vigilanza governativa sulle imprese di assicurazione. Oltre al potere di autorizzazione all'esercizio dell'attività, al ministro dell'Industria e del commercio spettano poteri informativi (rappresentati dall'obbligo di mettere a disposizione del Ministero tutte le informazioni richieste, e di inviare il bilancio di esercizio, da redigere secondo il modello indicato nei regolamenti di attuazione della legge, insieme alla delibera di approvazione dello stesso) e ispettivi. Il ministro può inoltre vietare nuove operazioni e promuovere lo scioglimento della società in caso di gravi inadempimenti, nonché accertare l'insufficienza delle riserve a coprire i rischi assunti, imponendo all'impresa l'adozione dei provvedimenti necessari, ovvero disponendone la liquidazione. Quest'ultima è disciplinata in parte mediante il rinvio alle norme del codice di commercio in materia di scioglimento e liquidazione delle società, in parte attraverso norme speciali tendenti a garantire la continuità dei contratti e la posizione degli assicurati in sede di ripartizione dell'attivo.

Infine, vengono regolati i tempi per l'adeguamento alle nuove disposizioni (un anno per le imprese che esercitano l'assicurazione sulla vita, tre mesi per le altre), la cessazione dell'attività di riassicurazione da parte dell'INA, e il suo definitivo trasferimento all'Unione italiana di riassicurazione, nel frattempo istituita ad opera del r.d.l. 17 ottobre 1922, n. 1442, e del r.d. 24 novembre 1921, n. 1737, oltre all'abrogazione delle precedenti disposizioni in materia, tra le quali la l. n. 305/1912 sul monopolio delle assicurazioni sulla durata della vita umana.

Il r.d. n. 63/1925 accentua la pervasività del controllo pubblico, ad es. in materia di esclusività dell'oggetto sociale, di autorizzazione alle fusioni e di riassicurazione. Significativa appare la disciplina dell'attività promozionale: il regolamento impone infatti l'obbligo di trasmettere al ministro dell'Economia nazionale, nel frattempo succeduto al ministro per l'Industria e il commercio, tutti i prospetti, le notificazioni, i manifesti diramati a scopo di pubblicità, e in genere ogni pubblicazione contenente indicazioni numeriche relative alle operazioni compiute o sulla consistenza patrimoniale, sui vantaggi offerti dall'impresa e sui risultati

conseguiti, riservando al Ministero il potere di vietarne l'uso, la distribuzione e la pubblicazione se contenenti notizie non conformi alla verità. Ribadisce inoltre, al di là di ogni possibile dubbio, che in materia di assicurazioni sulla vita, le modifiche delle tariffe e delle condizioni di polizza non possono avere effetto senza l'autorizzazione del ministro dell'Economia nazionale.

7. *Gli anni fino alla seconda guerra mondiale. La disciplina delle assicurazioni private*

Negli anni seguenti viene portato a compimento il disegno di riordino della disciplina assicurativa nel senso del progressivo aggravamento delle barriere all'entrata[29] e della creazione di un sistema di vigilanza sempre più complesso. L'effetto più evidente di questa nuova *policy* è la notevole contrazione del numero delle imprese sia nazionali che straniere operanti in Italia, che passano, tra il 1922 e il 1938, da 214 a 122, con una variazione negativa del 57%, a dispetto dell'accrescimento della raccolta in tutti i rami[30]. È interessante osservare come nello stesso periodo si registri, per effetto di un approccio simile delle autorità di controllo, una riduzione del numero delle banche[31].

Alle società che intendono esercitare la propria attività nel solo ramo danni è infatti imposto (r.d.l. 27 ottobre 1927, n. 2100) un capitale sociale minimo di 5 milioni di lire, di cui almeno la metà versati, e nel caso di associazioni di mutua assicurazione la costituzione di un fondo di garanzia non inferiore a tali somme. L'importo della cauzione è aumentato a 200.000 lire per le imprese operanti in un singolo ramo di assicurazione, e a 500.000 lire per quelle operanti in più rami, e viene chiarito che la copertura delle riserve matematiche e delle cauzioni delle imprese di assi-

[29] Ad es., rivalutando il valore della somma che i soci erano tenuti a versare per ottenere l'autorizzazione all'esercizio dell'assicurazione sulla vita; sulla base dei *Coefficienti per tradurre valori monetari dei periodi sottoindicati in valori del 2009* elaborati dall'ISTAT, si scopre che tale somma ammonterebbe, a prezzi del 2009, a circa 4,4 milioni di euro.

[30] De Simone, *Breve storia delle assicurazioni* cit., p. 78.

[31] Per informazioni sul tema, cfr. *supra* Parte I, cap. III, par. 7.

curazione sulla vita e contro i danni deve avvenire esclusivamente con attività proprie delle imprese medesime.

Anche la disciplina della fusione tra società di assicurazione è riformata (r.d.l. 26 luglio 1929, n. 1420) e le nuove regole sono estese (r.d.l. 13 luglio 1933, n. 1059) a tutte le operazioni di concentrazione in campo assicurativo, in modo da ricomprendervi le cessioni di rami da parte di imprese in stato di difficoltà. Anche gli enti di assicurazione e di capitalizzazione sono infine assoggettati alla disciplina generale delle assicurazioni (r.d.l. 26 ottobre 1933, n. 1598).

I requisiti di vigilanza per le imprese private sono ulteriormente rafforzati ad opera del r.d.l. 12 luglio 1934, n. 1290. Questo prevede che il fondo di garanzia non possa essere inferiore a importi piuttosto rilevanti, e che le imprese debbano possedere un capitale pari ad almeno i due quinti degli importi stabiliti per la riserva. Viene inoltre istituito, presso il Ministero delle corporazioni, il Servizio di vigilanza sulle assicurazioni e le capitalizzazioni, e disposto il subingresso di tale servizio nelle funzioni che la legge attribuiva ai Ministeri per l'industria e il commercio e dell'economia nazionale.

8. *Le assicurazioni sociali*

In questi stessi anni l'attenzione legislativa appare altresì rivolta all'edificazione del sistema della previdenza sociale, secondo quanto indicato nei punti XXVI e XXVII della Carta del lavoro dell'aprile 1927. Questi obiettivi sono perseguiti imponendo l'assicurazione obbligatoria contro la tubercolosi e contro le malattie professionali, rispettivamente nel 1927 e nel 1929, attraverso la riorganizzazione delle assicurazioni mutue contro le malattie dei dipendenti pubblici e, sia pure con minore successo, di quelli privati, ma soprattutto con l'istituzione nel 1933 dell'Istituto nazionale per le assicurazioni contro gli infortuni del lavoro (INAIL), derivante dalla trasformazione della Cassa nazionale di assicurazione per gli infortuni, e dell'Istituto nazionale della previdenza sociale (INPS), anch'essa realizzata ricorrendo alla trasformazione della Cassa nazionale per le assicurazioni sociali, che nel 1919 era succeduta alla Cassa nazionale di previdenza nella

gestione dell'assicurazione obbligatoria per l'invalidità e la vecchiaia, quando quest'ultima era stata estesa a tutti i lavoratori, compresi gli impiegati[32]. A questi enti è affidata, rispettivamente, la gestione delle assicurazioni contro gli infortuni e contro le malattie professionali, e la gestione delle assicurazioni contro l'invalidità, la vecchiaia, la tubercolosi, la disoccupazione e per la tutela della maternità.

[32] De Simone, *Breve storia delle assicurazioni* cit., pp. 88 ss.

II.
DALLA LEGISLAZIONE DI GUERRA
AL TESTO UNICO DEL 1959

1. *Dalla dichiarazione di non belligeranza alla fine della guerra. La legislazione di guerra*

Negli anni immediatamente precedenti all'entrata in guerra dell'Italia e in quelli del secondo conflitto mondiale il legislatore è nuovamente impegnato nella regolamentazione delle conseguenze della guerra sull'attività assicurativa privata, nella prospettiva dell'eccezionale aggravamento di alcune tipologie di rischio, alla cui assicurabilità non è possibile rinunciare, e delle difficoltà di accedere agli strumenti ordinari per la copertura di rischi di elevato ammontare, e segnatamente alla riassicurazione. Dal punto di vista aziendale, il periodo che va dal 1939 al 1945 è caratterizzato da un modesto aumento nella raccolta dei premi e delle riserve tanto nel ramo vita quanto nel ramo danni.

Tab. 1. Andamento della raccolta premi e delle riserve 1939-45 (ISTAT - valori in milioni di lire del 1985)

Vita e capitalizzazione			Danni		
Anno	Premi	Riserve	Premi	Riserve premi	Riserva sinistri
1939	1.288	7.304	1.296	417	559
1940	1.260	7.825	1.344	n/d	n/d
1941	1.767	8.858	1.270	n/d	n/d
1942	2.274	10.216	1.388	n/d	n/d
1943	2.475	11.897	1.428	n/d	n/d
1944	3.876	13.523	1.402	n/d	n/d
1945	5.276	15.765	2.672	1.099	3.541

In un primo tempo (r.d.l. 23 novembre 1939, n. 1939), l'Unione italiana di riassicurazione è autorizzata ad assumere per conto e nell'interesse dello Stato la copertura diretta dei rischi di guerra della navigazione marittima e aerea, ed è imposto alle compagnie e agli enti italiani di assicurazione che abbiano assunto l'assicurazione diretta dei medesimi rischi l'obbligo di riassicurarli per conto dello Stato presso la stessa Unione italiana di riassicurazione. L'attività dell'Unione viene contestualmente sottoposta a direzione pubblica, attuata sia attraverso un Comitato di vigilanza tecnico-amministrativo, composto per la stragrande maggioranza da rappresentanti della burocrazia statale – vi siedono infatti rappresentanti di vari Ministeri, della Ragioneria generale dello Stato, della Direzione generale del Tesoro, e un solo delegato dell'Unione –, al quale sono attribuite competenze su aspetti cruciali (misura della riassicurazione, condizione di assicurazione e riassicurazione, determinazione del valore delle cose da assicurare, tassi per il calcolo dei premi), sia intervenendo direttamente nelle scelte gestionali, in quanto la misura dell'aliquota dei premi che le compagnie avrebbero dovuto retrocedere è *stabilita* con un decreto del Ministero delle corporazioni, emanato di concerto con altri Ministeri. Con la definitiva entrata in guerra dell'Italia il 10 giugno 1940, a tutte le navi iscritte nella matricola del Regno è imposta la copertura obbligatoria dei rischi

di guerra (l. 3 aprile 1941, n. 499), con la previsione di un complesso sistema di indennizzo ispirato alle esigenze di un'economia di guerra, quali emergono dall'obbligo di impiegare l'indennizzo liquidato in caso di perdita totale della nave per l'acquisto o la costruzione di altre navi, dalle norme che regolano il pagamento degli indennizzi prevedendone un parziale adempimento e l'impiego della differenza in titoli emessi o garantiti dallo Stato, e dalle conseguenze draconiane per l'inadempimento dell'obbligo di assicurazione. La natura essenzialmente pubblica di questo sistema trova la sua definitiva consacrazione nella norma che consente al ministro per le Finanze di iscrivere in bilancio le somme necessarie per il pagamento degli indennizzi e che eccedano l'ammontare dei prezzi riscossi dall'Unione italiana di riassicurazione nell'espletamento dei compiti sopra visti.

2. *La disciplina dell'assicurazione nel diritto comune*

Il codice di commercio del 1882, sebbene non abbia del tutto abbandonato l'approccio proprio della precedente legislazione, ha introdotto, accanto alle poche norme sull'impresa di assicurazione alle quali abbiamo fatto riferimento, una regolamentazione generale del contratto di assicurazione, dell'assicurazione contro i danni, e di alcune specie di questi (solvibilità, incendio, rischio locativo, trasporti), e una stringatissima disciplina dell'assicurazione sulla vita. Aspetti molto importanti di quest'ultima forma di assicurazione non sono invece ancora disciplinati, quali le reticenze dell'assicurato, le modalità di designazione del beneficiario e il suicidio dell'assicurato, spingendo le compagnie a regolarli per mezzo di apposite clausole[33].

[33] Per questa ricostruzione dei problemi posti dal codice di commercio si veda L. Buttaro, *Assicurazione sulla vita*, in *Enc. Dir.*, Milano 1958, pp. 608 ss. Fra i giuristi che nel vigore del codice del 1882 si erano occupati delle lacune nella regolamentazione dell'assicurazione sulla vita: C. Vivante, *Del contratto*, in C*ommentario del codice di commercio*, VII, Torino 1936, pp. 409 ss.; G. Valeri, *In tema di volontarietà del suicidio nell'assicurazione sulla vita*, in «Riv. Dir. Comm.», II, 1912, pp. 112 ss.; L. Lordi, *Il suicidio nell'assicurazione*, in «Riv. Dir. Comm.», II, 1934, p. 82. Per i riferimenti alle clausole attraverso le quali

La situazione appena tratteggiata consente di comprendere meglio quale sia stato il valore e la portata delle norme che il codice civile del 1942 (r.d. 16 marzo 1942, n. 262) introduce in materia assicurativa. A fronte di una situazione lacunosa, gli artt. 1882 e seguenti del codice civile disciplinano il contratto di assicurazione in generale, individuano le imprese e i soggetti che possono esercitare l'assicurazione e con i quali il contratto può essere concluso, regolamentano in modo distinto il contratto di assicurazione contro i danni e quello di assicurazione sulla vita, oltre alla riassicurazione e, introducendo il principio dell'inderogabilità *in pejus* del contratto, fanno intravedere i successivi sviluppi in materia di tutela del contraente debole, non solo in campo assicurativo[34]. E ancora nel diritto comune può essere rinvenuta un'importante innovazione riguardante l'impresa di assicurazione: con il r.d. 16 marzo 1942, n. 267, viene infatti introdotta una regolamentazione generale della liquidazione coatta, che a distanza di qualche anno (l. 11 aprile 1955, n. 294) sarebbe divenuta applicabile anche alle imprese di assicurazione[35].

le imprese cercano di superare i problemi connessi alle dichiarazioni inesatte o mendaci A. Ramella, *Trattato delle assicurazioni*, II, Milano 1934, p. 566.

[34] Un confronto tra le norme del codice del 1882 e quelle del codice civile del 1942, con particolare riferimento all'assicurazione sulla vita, è condotto da Buttaro, *Assicurazione sulla vita* cit., pp. 610 ss. Le innovazioni contenute nel codice del 1942 vengono ricondotte da V. Salandra, *Assicurazione*, in A. Scialoja, G. Branca (a cura di), *Commentario del codice civile*, Roma-Bologna 1962, p. 162, alle finalità di «portare la legge scritta, in materia assicurativa, all'altezza dei tempi, adeguandola ai progressi della pratica e della tecnica assicurativa» e di «dare agli assicurati una efficace protezione contro l'imposizione da parte delle imprese assicuratrici di clausole contrattuali eccessivamente rigorose». Occorre altresì ricordare che nello stesso 1942 entra in vigore il codice della navigazione (r.d. 30 marzo 1942, n. 327), contenente le norme in materia di assicurazione contro i rischi della navigazione. Sulle ragioni alla base della scelta di disciplinare in una sede distinta questa forma di assicurazione e sui rapporti tra le norme del codice della navigazione e quelle generali in materia assicurativa contenute nel codice civile, v. Salandra, *Assicurazione* cit., p. 159.

[35] In precedenza, il r.d.l. 29 aprile 1923, n. 966, non aveva attribuito un peso eccessivo alla specialità dell'impresa di assicurazione e alla necessità di tutelare attraverso una procedura *ad hoc* gli interessi che la sua insolvenza avrebbe potuto pregiudicare, limitandosi a prevedere che in caso di fallimento dell'impresa di assicurazione, sia sulla vita che contro i danni, avrebbero dovuto trovare applicazione le norme, contenute nello stesso decreto, riguardanti la liquidazione dell'impresa e relative al concorso degli assicurati sulle riserve e sul privilegio

3. *La legislazione speciale in materia di assicurazione*

Accanto alle norme rispondenti alle esigenze proprie del periodo bellico di cui si è detto, la legislazione speciale in materia assicurativa vede in questa fase storica l'introduzione di altre regole, che pur incidendo sulla struttura del mercato assicurativo e sul sistema della vigilanza prudenziale non sembrerebbero porsi in controtendenza rispetto alle idee sulle quali il r.d.l. n. 966/1923 è stato fondato, rappresentando piuttosto un ulteriore progresso nella direzione indicata da questo provvedimento. Torna inoltre a emergere l'esigenza già espressa alcuni anni prima nel r.d.l. n. 2100/1927 di provvedere alla riorganizzazione dell'ormai cospicuo numero di provvedimenti in materia attraverso la redazione di un testo unico (art. 17, l. 3 giugno 1940, n. 761).

Nel settore vita appare il divieto di abbuoni in qualunque forma effettuati e riguardante qualsiasi categoria di rischio rientrante nel ramo, il divieto di distrazione, oltre all'obbligo del frazionamento delle provvigioni di acquisto agli organi produttori (l. n. 761/1940). Queste previsioni, solo in parte riconducibili alla regolamentazione di forme di concorrenza sleale ovvero a esigenze di sana e prudente gestione, risultano soprattutto ispirate alla volontà di limitare la concorrenza tra imprese, vietando o disciplinando i comportamenti più «aggressivi» che gli intermediari avrebbero potuto porre in essere per accaparrarsi nuova clientela, come confermato anche dalle norme che assegnavano alla competenza del Ministero delle corporazioni l'accertamento delle infrazioni, e la particolare procedura di ricorso avverso il provvedimento sanzionatorio. Nella medesima prospettiva di regolamentazione della concorrenza tra imprese può essere collocato il divieto di stipulare contratti di assicurazione contro i danni con effetto differito di oltre un anno per gli stessi rischi già assicurati presso un altro assicuratore, divieto che si estende anche alla semplice dichiarazione unilaterale, resa da persona già assicurata,

riconosciuto sui depositi cauzionali a determinate categorie di crediti, quali ad es. i capitali assicurati dovuti per polizze di assicurazione sulla vita; quanto alle modalità della procedura, il preciso riferimento al fallimento lasciava chiaramente intendere che essa si sarebbe dovuta svolgere secondo le regole generali in materia, contenute nel libro terzo del codice di commercio del 1882.

dell'intenzione di procedere, allo scadere del rapporto in essere, alla conclusione di un contratto di assicurazione con una diversa impresa (l. 27 gennaio 1941, n. 286).

La legge interviene ancora una volta sull'attività dell'INA e sull'obbligo della cessione a tale ente di una quota dei rischi assunti dalle imprese, introdotta al tempo dell'istituzione del monopolio delle assicurazioni sulla vita e che il r.d.l. n. 966/1923 ha regolamentato nei modi dei quali si è detto. Quanto ai profili gestionali, l'aspetto di maggiore interesse attiene all'impiego degli utili netti dell'istituto (materia sulla quale era già intervenuto il r.d.l. 17 luglio 1931, n. 1218, per limitare la parte che il consiglio di amministrazione poteva destinare ai propri componenti e al personale dell'istituto medesimo): la scelta originaria in ordine alla destinazione degli utili residuali, che dovevano essere impiegati per la costituzione di un fondo per scopi di pubblica utilità, viene adesso profondamente alterata imponendo l'obbligo di impiegare gli utili in questione devolvendone metà in parte agli assicurati diretti, in parte alle compagnie per la quota di rischi da esse ceduta, e l'altra metà direttamente al Tesoro dello Stato (l. n. 761/1940). Riguardo alla disciplina dell'obbligo di cessione, mentre rimangono inalterate le relative aliquote, viene modificata la regolamentazione del calcolo del premio da cedere all'istituto contestualmente al rischio, eliminando il riferimento ai limiti massimi alla depurazione dalle spese di acquisizione e di incasso, che erano invece previsti dal r.d.l. n. 966/1923. Viene inoltre previsto che l'ammontare del rimborso delle spese di acquisizione e di incasso debba essere determinato con un provvedimento governativo, e si autorizza l'istituto a corrispondere alle imprese cedenti una quota degli utili netti residui, con l'obbligo per le imprese di far compartecipare di questi proventi i propri assicurati per un importo non inferiore.

4. *Fino alla Costituzione*

Gli anni tra la fine della guerra e l'entrata in vigore della Costituzione repubblicana sono costellati da provvedimenti di transizione, caratterizzati dalla finalità di concludere l'esperienza della legislazione di guerra o dalla necessità di regolamentare le conseguenze del conflitto, riguardanti in particolare l'inflazione.

Cessano infatti sia la riassicurazione statale dei rischi della navigazione marittima e aerea, sia l'obbligo di copertura dei rischi di guerra delle navi (r.d.lgs. 17 maggio 1946, n. 590). L'Unione italiana di riassicurazione viene però autorizzata ad assumere, sempre per conto e nell'interesse dello Stato, la riassicurazione delle quote di rischio mine eccedenti le capacità di copertura del mercato nazionale privato, affidando al Comitato di vigilanza tecnico-amministrativo previsto dalle norme del 1939 il compito di sovraintendere alla liquidazione dell'ormai cessata gestione dei rischi di guerra della navigazione da parte dell'Unione italiana di riassicurazione, e quello di stabilire le condizioni per la riassicurazione del rischio mine di cui si è detto.

La regolamentazione dell'impresa di assicurazione è interessata dall'aggiornamento degli importi del capitale e delle cauzioni necessari per l'autorizzazione all'esercizio dell'attività assicurativa, o per la sua prosecuzione (d.lgs. c.p.s. 4 ottobre 1946, n. 404), attraverso regole che sembrerebbero limitarsi a rivalutare gli importi previsti dal r.d.l. n. 966/1923 e dal r.d.l. n. 2100/1927 a causa del processo inflattivo[36].

La Costituzione repubblicana, entrata in vigore il 1° gennaio 1948, formula numerosi principi e regole incidenti, direttamente o indirettamente, sulla materia assicurativa: il diritto alla previdenza in caso di infortunio, malattia, invalidità e vecchiaia e disoccupazione involontaria (art. 38, comma 2, Cost.), la previsione di un intervento diretto dello Stato per garantire effettività a questi diritti (art. 38, comma 4, Cost.), il riconoscimento dell'iniziativa economica privata e della funzione sociale della cooperazione (artt. 41 e 45 Cost.), oltre alla tutela del risparmio in tutte le sue forme e al favore per l'accesso alla proprietà dell'abitazione e al diretto e indiretto investimento azionario nei «grandi complessi produttivi del Paese» (art. 47 Cost.)[37]. Com'è noto, i modi in cui

[36] Anche se è interessante osservare come, a prezzi del 2008, gli importi previsti da questi ultimi provvedimenti risultino in definitiva superiori a quelli richiesti alle imprese di assicurazione negli anni dell'immediato secondo dopoguerra (ad es., il capitale sociale necessario per l'esercizio dell'assicurazione sulla vita previsto dal r.d.l. n. 966/1923 ammonterebbe a circa il doppio di quello previsto dalla legge del 1946).

[37] La possibilità di ricondurre all'art. 47 Cost. l'attività assicurativa non è

queste regole e principi vengono attuati negli anni a seguire nella legislazione ordinaria sono profondamente influenzati dai mutamenti nella cultura politica del tempo oltre che da esigenze di finanza pubblica, con le conseguenze che saranno di volta in volta segnalate.

5. *Gli anni Cinquanta: verso il testo unico in materia assicurativa*

Gli anni Cinquanta hanno inizio con un'importante innovazione riguardante la gestione prudenziale dell'impresa di assicurazione. Fin dal r.d.l. n. 966/1923 per tutte le imprese che intendevano esercitare l'assicurazione sulla vita umana era stato previsto l'obbligo di depositare, insieme alla domanda di autorizzazione, i dati costituenti le basi tecniche per il calcolo dei premi e della riserva matematica, e un'esposizione dei metodi attuariali per il calcolo dei premi, dei caricamenti e delle riserve matematiche, oltre a quello di rendicontare al Ministero per l'industria

pacifica. Secondo una prima opinione (C.F. Giampaolino, *Assicurazioni: II) Assicurazioni contro i danni*, in *Enc. Giur. Treccani*, Roma 2006, p. 2) la norma costituzionale sarebbe da considerare sempre quale fondamento della disciplina speciale dell'attività assicurativa, anche quando le somme versate non siano state destinate a risparmio dal cliente (in questo senso anche M. Miola, *Il risparmio assicurativo*, Napoli 1987, pp. 90 ss.). Altri hanno invece reputato inammissibile la sussunzione dell'attività assicurativa nella previsione dell'art. 47 Cost., in quanto preclusa dalla stretta relazione esistente tra questa norma e l'attività creditizia (G. Ferri, *Considerazioni preliminari sull'impresa bancaria*, in «Banca borsa», I, 1969, p. 321). B. Cardani, *La dignità costituzionale dell'assicurazione privata*, in «Dir. prat. assic.», I, 1987, p. 449 considera l'attività assicurativa privata riconducibile alle norme costituzionali in ragione della funzione sociale che questa svolge, in quanto «1) integrazione della previdenza pubblica, affinché ne risulti un decongestionamento delle istituzioni previdenziali statali; 2) surrogazione di possibili forme previdenziali pubbliche, quando lo Stato, rendendo obbligatorie talune assicurazioni private – vedasi l'eclatante esempio della R.C.-auto, ma ve ne sono molti altri –, persegue fini di sicurezza sociale senza gravarsi dell'istituzione di appositi apparati di previdenza; 3) supporto all'attività produttiva, dimodoché, quando il patrimonio aziendale è esposto alla diminuzione o al dissolvimento in conseguenza di un fatto materiale (es. incendio) o legale (es. obbligo risarcitorio in via di responsabilità), si eviti la paralisi dell'impresa, con il conseguente danno sociale in termini di posti di lavoro perduti e di famiglie poste nell'indigenza».

e il commercio, ogni tre anni, in ordine allo scarto tra la mortalità effettiva e quella risultante dalle tavole adottate e su quello tra il tasso di interesse effettivamente ottenuto dall'impiego delle riserve e quello utilizzato per il calcolo dei premi. Manca invece una regola che consenta di verificare, in relazione ai risultati dei singoli esercizi, la sostenibilità finanziaria dell'attività svolta dall'impresa, esigenza che nasce dalla nota inversione del ciclo costi-ricavi che caratterizza la gestione assicurativa. Questa lacuna, che lascia, per così dire, al mercato la soluzione di un problema cruciale per la stabilità dell'impresa, è colmata dalla l. 10 agosto 1950, n. 792, che impone alle imprese nazionali ed estere che esercitano l'assicurazione sulla durata della vita umana e a quelle che compiono operazioni di capitalizzazione, l'obbligo di depositare insieme al bilancio una relazione, firmata da un attuario o da soggetti con analoga professionalità, contenente l'esposizione dei procedimenti tecnici seguiti nella determinazione della riserva matematica e l'attestazione dell'adeguatezza delle riserve a far fronte agli impegni assunti. Gli elaborati tecnici previsti dal r.d.l. n. 966/1923 devono essere a loro volta sottoscritti dall'attuario o da un soggetto a questi equiparato. La stessa l. n. 792/1950 consente inoltre alle imprese di assicurazione di ritardare l'approvazione del bilancio di esercizio rispetto ai termini previsti dal codice civile, con lo scopo di offrire un maggior lasso di tempo per l'espletamento delle più complesse operazioni contabili richieste per la rappresentazione della situazione economica, patrimoniale e finanziaria dell'impresa assicurativa e, in particolare, per il calcolo delle riserve.

Il legislatore interviene in questo periodo anche su specifiche forme di assicurazione. Con la legge 23 febbraio 1952, n. 102, viene previsto che i rischi dei trasporti marittimi e aerei, per le quote eccedenti la capacità di copertura delle società autorizzate ad assicurarli, possano essere assunti in riassicurazione da società autorizzate per altri rischi, anche in deroga alle clausole dell'atto costitutivo e dello statuto rispettivo, e che l'Unione italiana di riassicurazione può assumere per conto e nell'interesse dello Stato la riassicurazione dei rischi dei trasporti marittimi e aerei eccedenti la capacità di copertura del mercato assicurativo nazionale, e per i quali sia mancata per qualsiasi causa la possibilità di ricorrere alla riassicurazione in mercati esteri.

Occorre però attendere la l. 11 aprile 1955, n. 294, per incontrare il primo provvedimento di ampio respiro in materia di assicurazioni private successivo alla guerra. Il suo oggetto è molto vario, ma appare soprattutto caratterizzato dalla volontà di imporre alle imprese più elevati standard patrimoniali. Vengono infatti innalzati i requisiti di capitale per l'autorizzazione (in materia di assicurazione sulla vita, 500 milioni, cioè cinque volte il valore nominale previsto dal d.lgs. c.p.s. n. 404/1946, e circa il doppio del valore reale a prezzi del 2008) e quelli delle cauzioni, previste gravi sanzioni pecuniarie per l'inadempimento all'obbligo di integrare le riserve matematiche e le cauzioni, e istituito il divieto di assunzione di nuovi affari per le imprese in stato di irregolare funzionamento per la mancanza delle disponibilità necessarie alla copertura delle riserve e delle cauzioni. Le imprese di assicurazione vengono inoltre assoggettate alla procedura di liquidazione coatta amministrativa quale regolata dalla legge fallimentare.

La l. n. 294/1955 interviene anche in altri settori. All'Istituto nazionale delle assicurazioni viene imposto di valutare le attività a copertura delle riserve matematiche secondo le regole previste per le imprese private di assicurazione sulla vita e viene reintrodotto il limite massimo alla «depurazione» del premio che le imprese devono cedere all'istituto insieme al rischio, che la l. n. 761/1940 aveva eliminato. Riguardo all'operatività in Italia di imprese straniere, il Ministero dell'industria e del commercio viene delegato a disciplinare le condizioni per l'ammissione e la prosecuzione della loro attività, prevedendo che queste specifiche misure non siano applicate alle imprese di paesi che hanno riconosciuto alle imprese italiane piena parità di trattamento. Da ultimo, la legge autorizza il governo a riunire in un testo unico, nel termine di due anni, i principali provvedimenti in materia assicurativa, dal r.d.l. n. 966/1923 fino alla l. n. 102/1952, e le disposizioni che li hanno modificati e integrati.

6. *Il testo unico delle leggi sull'esercizio delle assicurazioni. Le materie regolate; le autorità di vigilanza e i loro poteri in generale*

L'auspicio da ultimo ricordato trova attuazione nel d.p.r. 13 febbraio 1959, n. 449, c.d. «Testo unico delle leggi sull'esercizio

delle assicurazioni». Anche se non sempre risulta agevole stabilire fino a che punto il testo unico si limiti a raccogliere, modificandone il tenore letterale, le disposizioni precedenti lasciandone inalterato il significato normativo, ovvero se a un diverso linguaggio corrisponda anche un intervento riformatore, il d.p.r. n. 449/1959 sembrerebbe nel complesso porsi nel cammino segnato dai provvedimenti che lo avevano preceduto.

Dal punto di vista metodologico appare utile organizzare il materiale normativo intorno ad alcuni concetti fondamentali che, pur non essendo propri del linguaggio legislativo dell'epoca, consentono di confrontare quanto previsto dal testo unico con la legislazione precedente, oltre a permettere di cogliere meglio quanto verrà fatto dal legislatore negli anni successivi.

Nell'individuare le materie da assoggettare al d.p.r. n. 449/1959 il legislatore non si discosta dal quadro anteriore, quale delineato in particolare dal r.d.l. n. 966/1923 e dal r.d.l. n. 1598/1933 e dalle successive modificazioni e integrazioni di questi: vengono infatti disciplinate l'assicurazione diretta e indiretta nei rami danni e vita e, nell'ambito di queste ultime, l'organizzazione e il funzionamento dell'INA, le operazioni di capitalizzazione, oltre all'attività degli enti per il pagamento di capitali o rendite a mezzo di assicurazioni collettive o di contratti di capitalizzazione, e quella degli enti di gestione fiduciaria e di quelli per l'assistenza degli assicurati. Nel testo unico, come nella precedente legislazione, manca una definizione dell'attività assicurativa.

Se si eccettuano le modifiche legate ai mutati assetti istituzionali del paese, un discorso analogo può farsi in relazione ai soggetti incaricati della vigilanza sull'attività delle imprese e degli altri soggetti rientranti nell'ambito di applicazione del testo unico, e sulle rispettive competenze. Il ruolo di maggior rilievo continua a essere riconosciuto al Ministero dell'industria e del commercio, attraverso l'Ispettorato delle assicurazioni private, nel frattempo istituito ad opera del d.lgt. 23 febbraio 1946, n. 223, in occasione del riordinamento dei servizi dello stesso Ministero. A questo organo spetta, tra gli altri poteri, quello di autorizzare le imprese, le tariffe e le condizioni di polizza, di proporre l'adozione, con decreto presidenziale, dei modelli di bilancio, e più in generale la vigilanza sull'applicazione del testo unico. Specifici compiti vengono attribuiti al Ministero del lavoro e della previdenza sociale,

quali la vigilanza su alcune tipologie di enti di previdenza e società di mutuo soccorso, e al Ministero del tesoro.

A dispetto del grande numero di competenze, i poteri del Ministero dell'industria e del commercio emergenti dal T. U. rimangono legati a un ottica di tipo amministrativo, essendo prevalentemente rivolti all'accertamento delle condizioni per il rilascio di autorizzazione o delle infrazioni, mentre i poteri di tipo normativo generale sono essenzialmente limitati alla predisposizione dei modelli di bilancio, che devono comunque essere approvati con decreto del presidente della Repubblica, e alla definizione delle attività, diverse da quelle espressamente indicate dalla legge, nelle quali possono essere investite le riserve e le cauzioni.

Presso il Ministero dell'industria e del commercio opera la Commissione consultiva per le assicurazioni private, costituente organo consultivo del Ministero, articolata su due sezioni che si occupano rispettivamente dell'esame delle questioni relative alle assicurazioni sulla vita e alle capitalizzazioni, e di quelle relative alle assicurazioni danni, e che possono riunirsi in seduta plenaria per trattare di problemi comuni ai diversi rami. All'interno della Commissione trovano voce l'interesse pubblico, nelle persone dei rappresentanti ministeriali, accanto alle posizioni delle diverse categorie di imprese di assicurazione e dei loro dipendenti, dei soggetti coinvolti nell'intermediazione assicurativa, degli imprenditori, oltre a quelle legate ad aspetti di tipo tecnico o giuridico, secondo una visione che potrebbe essere definita di cogestione. Il parere della Commissione deve essere obbligatoriamente acquisito su di un complesso elenco di problemi, che vanno dall'autorizzazione delle nuove imprese fino alla regolamentazione delle riserve, e può essere sollecitato dal Ministero su ogni questione attinente alle assicurazioni private.

Infine, per occuparsi della gestione di alcune tipologie di rischi (mine, trasporti marittimi e aerei) continua a operare presso il Ministero dell'industria e del commercio il Comitato di vigilanza tecnico-amministrativo istituito dal r.d.l. n. 1939/1929 per far fronte ai problemi connessi all'assicurazione e riassicurazione dei rischi di guerra della navigazione e le cui competenze e composizione erano venute evolvendosi nei modi di cui si è detto.

7. *L'impresa di assicurazione: la tipologia di imprese ed enti; i requisiti per l'autorizzazione; le regole sulla sana e prudente gestione*

Invariato nella sostanza rimane anche il novero dei soggetti che possono essere ammessi a operare nel mercato assicurativo, quello dei soggetti esclusi e delle attività vietate, oltre ai requisiti per la concessione dell'autorizzazione, salvo che per l'aumento dell'importo di quelli di carattere patrimoniale.

Come abbiamo osservato, il testo unico disciplina direttamente la materia della sana e prudente gestione dell'impresa di assicurazione. Le deleghe all'autorità di vigilanza, e segnatamente al Ministero dell'industria e del commercio, sebbene riguardanti aspetti molto importanti, quali ad es. la struttura del bilancio dell'impresa di assicurazione, mantengono carattere specifico risultando di conseguenza confermate non solo le norme ma anche le scelte politiche sottostanti alle stesse.

A questo punto della trattazione può però essere utile delineare un quadro più analitico delle regole riguardanti la sana e prudente gestione, sia perché a differenza di altri profili esso ha subito numerosi rimaneggiamenti rispetto all'originario testo del r.d.l. n. 966/1923, modifiche alle quali è stato fatto solo rapidamente riferimento nei precedenti paragrafi, e dovute in particolare alla l. n. 294/1955, sia per disporre di uno stato dell'arte con il quale confrontare gli sviluppi successivi di un profilo così importante della regolamentazione assicurativa.

Cominciando dall'esame del ramo vita, il testo unico fin dal momento dell'autorizzazione richiede alle imprese – accanto al rispetto di requisiti di carattere patrimoniale, rappresentati dal possesso di un capitale sociale minimo, o di un fondo di garanzia minimo nel caso di società cooperative, e dall'obbligo di un versamento cauzionale presso la Cassa depositi e prestiti – di fornire al Ministero dell'industria e del commercio le informazioni necessarie a valutare la sostenibilità finanziaria dell'attività, quali i dati costituenti le basi tecniche, l'esposizione dei metodi attuariali utilizzati per il calcolo dei premi puri, dei caricamenti e delle riserve matematiche, oltre alle tariffe dei premi puri e dei premi lordi, prevedendo che la relativa documentazione debba essere firmata da un attuario o da un altro soggetto con analoga professionalità.

Una volta autorizzate, le imprese sono tenute a costituire e a vincolare negli stessi modi previsti per le riserve matematiche una *cauzione* per le operazioni da compiersi nel territorio della Repubblica e un *fondo iniziale* che può essere computato nella riserva matematica. Quanto all'importo della *riserva matematica*, la legge prevede che essa non possa essere inferiore a quella ottenuta utilizzando le tavole di mortalità, di invalidità e il saggio di interesse indicati nella domanda di autorizzazione, e che le attività necessarie a coprire la parte della riserva matematica relativa ai contratti del portafoglio italiano debbano essere situate nel territorio della Repubblica (c.d. «localizzazione»). Viene inoltre imposta alle imprese la tipologia di attività nelle quali la riserva deve essere investita, con l'importante potere del ministro dell'Industria e commercio e di quello del Tesoro di individuare ulteriori attività, ed è stabilito che le riserve debbano costituire *attività proprie* dell'impresa, dalle quali non è possibile dedurre le quote cedute in riassicurazione. A ulteriore garanzia degli assicurati le attività che costituiscono la riserva devono essere vincolate a loro favore. Infine, il regolamento di attuazione avrebbe dovuto definire i criteri di valutazione delle attività costituenti la riserva.

Oltre a imporre la costituzione della riserva matematica, il testo unico detta regole speciali per la costituzione del *fondo di riserva ordinario* di cui all'art. 2428 c.c.: le imprese di assicurazione devono accantonare il 10% degli utili netti annuali fino a che il fondo non abbia raggiunto almeno il 5% della riserva matematica, livello che in caso di riduzione deve essere ripristinato con le stesse modalità previste per la sua costituzione, e impiegare nella costituzione del fondo le stesse attività che possono essere utilizzate per la costituzione della riserva matematica.

Nel caso di operatività in altri rami oltre a quello vita, le imprese devono indicare nello statuto la parte del capitale e delle riserve destinata all'adempimento degli obblighi derivanti dall'assicurazione sulla vita, parte che non può essere inferiore agli importi del capitale e delle riserve sopra visti, e tenere una *gestione separata* delle diverse attività svolte, con la precisazione che le attività facenti parte di questa gestione possono essere utilizzate soltanto per l'adempimento degli obblighi connessi al ramo vita.

Le imprese che intendono esercitare l'assicurazione o la riassicurazione contro i danni devono innanzitutto dimostrare il pos-

sesso di un capitale sociale, o di un fondo di garanzia nel caso di cooperative, corrispondente a determinati importi minimi, differenziati in base alla tipologia di rischi che formano oggetto dell'attività. Per poter operare è poi necessaria – salvo che per le imprese in forma cooperativa che rispettino alcuni limiti riguardanti la raccolta dei premi, l'estensione territoriale e il tipo di rischi assunti – la costituzione di una *cauzione minima globale* vincolata a favore degli assicurati, il cui importo è commisurato al tipo di rischio, e di un'ulteriore *cauzione* che deve essere calcolata alla fine di ogni anno ed essere pari al 35% dei premi lordi relativi a contratti di assicurazione stipulati nel corso dell'esercizio per rischi compresi nel portafoglio italiano. Quest'ultima cauzione può essere ridotta entro limiti percentuali fissi nel caso di rischi di breve durata o per alcuni rischi specifici (ad es. grandine) ed è previsto che la cauzione minima globale possa essere utilizzata, fino alla metà del suo importo, per costituire questo secondo tipo di garanzia. La disciplina delle attività utilizzabili a copertura della riserva, della loro valutazione, e del loro vincolo a favore degli assicurati è la medesima prevista per il ramo vita, alla cui regolamentazione viene fatto interamente rinvio.

Le imprese di assicurazione e quelle di riassicurazione sono obbligate a costituire una «riserva dei premi per i rischi diversi da quelli sulla vita in corso alla fine dell'esercizio», iscrivendo in bilancio l'importo delle frazioni di premio di competenza degli esercizi successivi e quello delle annualità dei premi pagati anticipatamente per gli anni futuri. Il riporto dei premi può essere calcolato, in mancanza di diversi accordi contrattuali, in una misura mediamente non inferiore al 35% dei premi relativi ai rischi assunti nell'esercizio, e per i rischi di breve durata la riserva non può essere inferiore al 15% dei premi. A copertura dell'ammontare delle riserve premi per i rischi in corso possono essere destinati i valori mobiliari e immobiliari vincolati a cauzione.

Il rispetto delle norme sulla formazione delle riserve viene tutelato da un sistema di specifiche sanzioni. In primo luogo, la legge riconosce al Ministero dell'industria e del commercio il potere di accertare l'insufficiente copertura della riserva matematica e delle cauzioni, da cui deriva l'obbligo delle imprese di tempestivo adeguamento e quello di versare all'erario una percentuale dell'ammanco in caso di ritardo. La legge assegna inoltre allo

stesso Ministero la facoltà di imporre il divieto di assunzione di nuovi affari in caso di irregolare funzionamento, divieto che deve essere sempre disposto nel caso di mancanza delle disponibilità patrimoniali necessarie a coprire le cauzioni, le riserve matematiche, nonché le riserve premi e sinistri relative al ramo danni.

Altre regole presidiano l'integrità delle riserve e delle cauzioni fin dalla stipula del contratto di assicurazione. È infatti previsto che le polizze non regolarmente registrate, gestite e contabilizzate agli effetti della determinazione delle cauzioni possano essere annullate dietro richiesta dell'assicurato e che possano essere risolti, sempre dietro richiesta del contraente, i contratti conclusi in violazione del divieto di assumere nuovi affari.

Il testo unico prevede poi che la liquidazione coatta dell'impresa possa essere disposta «per insufficiente copertura delle riserve matematiche» e più in generale «per la persistente inosservanza o violazione delle norme del testo unico» e del regolamento di attuazione.

In materia di bilancio sono previsti il differimento dei termini per la redazione rispetto a quelli ordinari del codice civile, l'obbligo di redazione secondo i modelli che sarebbero stati successivamente indicati e quello, gravante sulle imprese di assicurazione sulla vita e di capitalizzazione, di allegare al bilancio una relazione firmata da un attuario o da un soggetto con analoga professionalità recante la descrizione dei procedimenti attuariali utilizzati per il calcolo della riserva matematica e attestante la sua adeguatezza a far fronte agli impegni assunti nei confronti degli assicurati. Le imprese devono tenere, oltre ai libri previsti dal codice, i libri e i registri ausiliari indicati nel regolamento di attuazione, e quelle operanti nel ramo vita anche una contabilità speciale per le assicurazioni appartenenti al portafoglio italiano e tutto il materiale tecnico statistico relativo a queste assicurazioni.

8. *La vigilanza informativa e la vigilanza ispettiva*

Accanto all'obbligo di comunicare il bilancio e la relazione dell'attuario, la legge impone alle imprese di assicurazione e a quelle di mediazione di fornire al Ministero dell'industria e del commercio le notizie e i dati statistici richiesti dal Ministero.

Sempre a scopo informativo viene prevista la partecipazione senza diritto di voto del capo dell'Ispettorato delle assicurazioni private al consiglio di amministrazione e al comitato dell'INA e degli enti parastatali di assicurazione e capitalizzazione soggetti al testo unico.

Il Ministero dell'industria e del commercio può disporre ispezioni presso la sede delle imprese, le loro dipendenze, le agenzie e gli uffici locali che svolgono operazioni di assicurazione o di mediazione. Per consentire la verifica del rispetto delle disposizioni che regolano l'attività, le imprese sono tenute a mettere a disposizione dei funzionari ministeriali tutti i libri, registri e documenti e a fornire le notizie e i chiarimenti richiesti.

9. *La crisi dell'impresa*

Con l'eccezione dei provvedimenti in precedenza illustrati, miranti a garantire l'integrità delle riserve e delle cauzioni, la regolamentazione della crisi dell'impresa assicurativa all'interno del testo unico è rappresentata soprattutto dalle norme che individuano i presupposti della liquidazione coatta, cioè l'insufficiente copertura delle riserve e la persistente inosservanza delle norme dello stesso testo unico, dal rinvio all'art. 195 della legge fallimentare quanto all'accertamento dell'insolvenza dell'impresa, e dalla disciplina degli effetti della liquidazione sui rapporti giuridici in corso.

A quest'ultimo riguardo la legge contempla un meccanismo piuttosto articolato per la tutela del contraente e dell'assicurato. È infatti prevista la piena efficacia dei contratti di assicurazione in corso fino al sessantesimo giorno successivo alla pubblicazione del decreto di liquidazione e il trasferimento all'INA dei contratti di assicurazione sulla vita in essere allo scadere di detto termine. Dopo aver chiarito la misura nella quale le diverse categorie di interessati concorrono al riparto[38] la legge riconosce una serie

[38] I soggetti aventi diritto a capitali assicurati ovvero a indennizzi avevano diritto di concorrere al riparto dell'attivo in proporzione ai capitali e agli indennizzi a loro dovuti, e si specificava che le polizze di assicurazione sulla vita

di privilegi speciali a favore degli assicurati sulla vita e contro i danni a valere sui beni costituenti rispettivamente le riserve matematiche e le cauzioni, oltre che sulle somme dovute all'impresa in liquidazione in forza di trattati di riassicurazione.

La legge attribuisce inoltre al commissario liquidatore il potere di disporre, sulla base di un'apposita convenzione da stipulare con il miglior offerente, il trasferimento d'ufficio del portafoglio dell'impresa in liquidazione a un'impresa in regolare attività, che disponga di riserve e capitali almeno doppi dell'impresa cedente.

10. *Le regole riguardanti specifiche tipologie di operazioni*

Il testo unico raccoglie al proprio interno anche il complesso di disposizioni riguardanti particolari tipologie di operazioni assicurative o di prassi negoziali venuto formandosi nella legislazione precedente con le più diverse finalità. Di queste ultime già si è detto parlando dei singoli istituti, per cui è qui sufficiente ricordare che trovano accoglimento nel testo unico le norme sulla riassicurazione del rischio mine e dei rischi dei trasporti marittimi e aerei, il divieto degli abbuoni e la regolamentazione del frazionamento della provvigione relativa all'acquisizione dei contratti, oltre al divieto delle distrazioni e delle assicurazioni con effetto differito.

Tra le norme speciali riguardanti l'attività assicurativa può, infine, farsi rientrare l'obbligo della cessione all'INA di una quota parte dei rischi riguardanti i contratti di assicurazione sulla vita, la cui regolamentazione non subisce alcuna modifica ad opera del testo unico.

concorrevano in proporzione all'ammontare della riserva matematica calcolata sulla base dei premi puri, mentre le polizze contro i danni erano ammesse al riparto in proporzione alla frazione di premio corrispondente al rischio non ancora corso.

III.
GLI ANNI DELLA CRESCITA ECONOMICA

1. Gli anni della crescita economica. – 2. La legislazione in materia di assicurazione delle attività connesse al commercio estero: dalla legislazione degli anni Venti alla l. 17 febbraio 1961, n. 68. – 3. La l. 5 luglio 1961, n. 635. – 4. Le nuove disposizioni sull'assicurazione e sul finanziamento dei crediti inerenti alle esportazioni di merci e servizi e all'esecuzione di lavori all'estero. – 5. La disciplina delle assicurazioni private: le modifiche al testo unico e la riorganizzazione dell'Ispettorato delle assicurazioni private. – 6. Le origini dell'intervento comunitario nella regolamentazione dell'attività assicurativa. – 7. L'introduzione dell'assicurazione obbligatoria della responsabilità civile derivante dalla circolazione di veicoli.

1. *Gli anni della crescita economica*

Il testo unico entra in vigore negli anni della massima crescita economica della storia italiana[39]. I notevoli mutamenti della struttura produttiva e quelli sociali e culturali che interessano quest'epoca sono ricchi di conseguenze per la legislazione assicurativa, nella quale fanno la loro comparsa una serie di provvedimenti di carattere settoriale che ad alcuni di quei mutamenti possono essere ricondotti.

[39] Castronovo, *Storia economica d'Italia* cit., pp. 409 ss.

Al generale progresso economico corrisponde, naturalmente, un incremento dell'attività assicurativa. Nel ramo vita, negli anni tra il 1961 e il 1970 la raccolta dei premi cresce fino all'importo di circa 266 miliardi di lire e le riserve fino a 1.350 miliardi di lire, cifre mai raggiunte in tutto il periodo successivo all'Unità, e lo stesso può dirsi per la raccolta (792 miliardi di lire) e le riserve premi e sinistri (rispettivamente 394 e 803 miliardi) nel ramo danni, anche se il dato relativo a quest'ultimo appare condizionato dall'introduzione alla fine del 1969 dell'obbligo di assicurazione della responsabilità civile connessa alla circolazione dei veicoli a motore.

2. *La legislazione in materia di assicurazione delle attività connesse al commercio estero: dalla legislazione degli anni Venti alla l. 17 febbraio 1961, n. 68*

A partire dalla metà degli anni Cinquanta inizia un processo di forte crescita del commercio con l'estero che culmina nel 1968, anno nel quale le esportazioni raggiungono il 99% delle importazioni. Questo dato coincide con un accresciuto interesse del legislatore per la regolamentazione dell'assicurazione dei crediti e di altre attività connesse alle esportazioni.

Il primo provvedimento in materia (r.d.l. 2 giugno 1927, n. 1046) autorizza l'INA ad assumere la garanzia dei crediti soggetti a «rischi speciali» (cioè la perdita totale o parziale del credito per insolvenza del debitore, ovvero il ritardato pagamento che veniva equiparato a una perdita parziale crescente in funzione della durata del ritardo) che le imprese italiane assumono negli affari di esportazione di prodotti nazionali. Il r.d.l. n. 1046/1927 fissa l'importo massimo della garanzia statale (sia in termini assoluti che in relazione alla singola operazione) e stabilisce che le somme parziali pagate dall'importatore straniero siano imputate in primo luogo alla parte di credito assicurata, oltre a riconoscere all'INA il diritto di subentrare nelle ragioni di credito verso l'importatore. Seguendo il sistema che abbiamo già visto operare per la gestione dei rischi speciali, in relazione ai quali è prevista una forma di garanzia statale, all'accettazione, alla definizione dei rischi e alla liquidazione dei sinistri presiede un Comitato operante presso l'Istituto nazionale per l'esportazione.

Tab. 2: Andamento della raccolta premi e delle riserve tra il 1961 e il 1970 (ISTAT - valori espressi in milioni di lire del 1985)

Vita e capitalizzazione			Danni		
Anno	Premi	Riserve	Premi	Riserve Premi	Riserva sinistri
1961	97.823	455.424	209.663	97.946	190.448
1962	109.285	537.957	247.389	113.324	226.559
1963	124.390	610.887	302.541	137.662	271.759
1964	137.007	687.597	356.652	163.481	303.881
1965	150.771	769.857	421.828	198.420	362.621
1966	168.053	866.257	494.885	238.952	440.619
1967	194.091	978.972	557.820	284.718	529.641
1968	217.706	1.094.698	621.520	323.379	618.061
1969	234.613	1.216.046	692.094	357.160	713.347
1970	266.437	1.349.427	792.072	394.246	803.193

Dopo la guerra, la materia è oggetto di un nuovo intervento per mezzo della l. 22 dicembre 1953, n. 955, che, oltre a far proprie molte delle previsioni del r.d.l. n. 1046/1927, introduce nuove regole dirette a chiarire il funzionamento della garanzia, ma anche ad allargarne l'ambito di operatività mediante la ridefinizione: *i)* dell'autorizzazione concessa all'INA, che viene estesa alla riassicurazione dei crediti alle esportazioni; *ii)* dei termini della garanzia statale; *iii)* delle tipologie di rischi sopportati dal creditore italiano nell'operatività con l'estero che l'INA può assumere in assicurazione e riassicurare, oltre che attraverso l'aumento sia della quota di garanzia a carico dello Stato fino al 70% del valore del credito sia degli importi massimi della garanzia statale. Viene inoltre prevista l'istituzione di un apposito *fondo di garanzia* presso la Tesoreria centrale dello Stato per far fronte a eventuali perdite e sono disciplinati i compiti dell'Istituto centrale per il credito a medio termine (Mediocredito) relativi ai crediti degli esportatori italiani verso importatori stranieri, anche in funzione dell'esistenza di una garanzia statale. Viene previsto che il risconto di effetti e le anticipazioni dietro costituzione in pegno di effetti relativi a questi crediti di durata superiore a quattro anni possano avvenire solo se i crediti sono stati assicurati per conto dello Stato per tale maggiore durata.

L'attività dell'INA in materia di crediti alle esportazioni e il correlativo intervento dello Stato vengono in seguito ampliati, prevedendo la possibilità di coprire nuovi rischi e attenuando alcune limitazioni.

Già con la l. 3 dicembre 1957, n. 1198, tra i rischi assicurabili viene incluso il generico «aumento dei costi della produzione derivante da circostanze di carattere generale sopravvenute durante l'espletamento delle forniture» che avesse reso economicamente insostenibile o particolarmente onerosa l'esecuzione delle forniture, nel caso di contratti contenenti una clausola di prezzo fisso. Cessa, inoltre, il carattere eccezionale dell'ammissione alla garanzia statale delle operazioni subordinate a dilazioni di pagamento superiori a quattro anni, e la percentuale di credito assicurabile viene portata all'85%, inoltre nel caso di assicurazione del rischio dell'eccessivo aumento dei costi della produzione, lo Stato garantisce la variazione compresa tra il 3 e il 10% rispetto ai costi orginari.

Il contributo dello Stato diventa però davvero incisivo con la l. 17 febbraio 1961, n. 68, che aggiunge all'elenco delle garanzie che possono essere prestate dall'INA quella relativa a prodotti nazionali destinati alla vendita costituiti in deposito all'estero da imprese esportatrici italiane e ai crediti derivanti dalla vendita di questi prodotti, oltre a quella dell'esecuzione da parte di imprese italiane di lavori all'estero e dei crediti concessi nello svolgimento di questa attività. Il carattere «mercantilista» del provvedimento emerge dalle condizioni alle quali viene subordinata l'assicurazione diretta o indiretta dei rischi riguardanti queste attività, riconducibili all'esistenza di un «notevole e particolare interesse in rapporto ad una azione di sviluppo delle vendite su determinati mercati con adeguato riguardo anche ai prodotti delle piccole e medie aziende e dell'artigianato». Anche in questo campo, la natura pubblica dell'attività svolta trova conferma nell'esplicita previsione dell'intervento del fondo di garanzia presso la Tesoreria dello Stato in caso di insufficienza dei premi versati a far fronte agli indennizzi dovuti e nell'iscrizione di una rilevante somma nel bilancio di previsione del Ministero del tesoro per far fronte a tali impegni. La legge contiene inoltre la delega al governo per riunire in un testo unico i provvedimenti fino ad allora emanati in materia di assicurazione e finanziamento dei crediti derivanti dalle esportazioni.

3. *La l. 5 luglio 1961, n. 635*

La delega sopra citata trova una rapidissima attuazione nella l. 5 luglio 1961, n. 635, portante *Disposizioni sull'assicurazione e sul finanziamento dei crediti alle esportazioni di merci e servizi, alla esecuzione di lavori all'estero, nonché all'assistenza ai paesi in via di sviluppo*, con la quale tuttavia il legislatore non si limita a recepire e a organizzare le precedenti disposizioni in materia, ma provvede alla modifica dei caratteri della garanzia pubblica. Volendo riassumere anche in questo caso lo stato dell'arte in materia, appare utile distinguere gli argomenti che formano oggetto dell'intervento normativo ed esporre sinteticamente le disposizioni ad essi dedicate.

Le finalità del provvedimento emergono fin dalle disposizioni dedicate all'identificazione dell'oggetto della garanzia. Se da un lato vengono confermate le attività nello svolgimento delle quali possono sorgere i rischi (l'esportazione di merci e servizi, l'esecuzione di lavori all'estero, la vendita di beni nazionali in deposito all'estero) e i tipi di interessi assicurabili (i crediti, i beni in deposito all'estero, la convenienza dell'attività svolta all'estero), dall'altro entrano in scena una serie di innovazioni di carattere estensivo, quali l'inclusione degli interessi nella garanzia riguardante i crediti concessi dalle imprese italiane, l'aumento fino a cinque anni della durata della garanzia statale per i crediti derivanti dalle esportazioni o dall'espletamento del servizio all'estero, e la generalizzazione della possibilità di derogare ai termini massimi di durata della garanzia con il consenso del Ministero del tesoro[40]. Inoltre, rompendo il silenzio delle leggi precedenti, la l. n. 635/1961 fornisce una definizione assai ampia di «impresa nazionale» o «impresa italiana», prevedendo che debbano considerarsi tali «anche le imprese aventi sede all'estero qualora, quale che sia la loro forma giuridica, sia prevalente la partecipazione

[40] Non subiscono sostanziali modificazioni i rischi contro i quali è possibile l'assicurazione o riassicurazione presso l'INA, né gli importi delle quote di rischio che possono essere assunte dall'INA per conto dello Stato, mentre viene prevista l'entrata a regime della regola per cui il limite massimo della garanzia pubblica viene fissato annualmente con la legge di approvazione dello stato di previsione della spesa del Ministero del tesoro.

diretta od indiretta al capitale di persone fisiche o giuridiche italiane» anche se, in questo caso, la copertura assicurativa è limitata alla quota di partecipazione italiana.

Del tutto nuove sono le norme riguardanti l'assicurazione e il finanziamento dei crediti a lungo termine relativi all'esportazione di merci e servizi e all'esecuzione di lavori all'estero e all'assistenza ai paesi in via di sviluppo che, oltre ad ammettere quale forma di pagamento di esportazioni e di lavori eseguiti all'estero da imprese italiane titoli obbligazionari emessi da soggetti riconducibili a uno Stato importatore, autorizzano l'INA ad assumere e a gestire per conto dello Stato in assicurazione o riassicurazione i rischi connessi a detti titoli, consentendo di aumentare la relativa quota di garanzia a carico dello Stato fino al 100% del valore dei crediti concessi.

Le modifiche di maggior interesse sotto il profilo del peso dell'intervento statale riguardano il sistema di copertura dell'eventuale squilibrio tra premi e indennizzi che, come abbiamo visto, era stato fino a quel momento basato sul ricorso diretto a risorse pubbliche provenienti dal bilancio del Ministero del tesoro. La l. n. 635/1961 prevede invece l'istituzione presso il Mediocredito di un fondo autonomo per le operazioni di finanziamento connesse con il pagamento degli indennizzi previsti dalla legge, mediante l'apporto di somme versate ogni anno direttamente dallo Stato, dapprima in misura fissa e successivamente a seconda delle disponibilità del bilancio. Utilizzando queste disponibilità, a richiesta del Ministero del tesoro sono ora possibili anticipazioni alla gestione assicurativa statale per il pagamento degli indennizzi. Il fondo può avvalersi per la sua attività delle somme rivenienti dalle operazioni svolte, delle eccedenze attive provenienti dalla gestione assicurativa regolata dalla legge, delle anticipazioni che il Mediocredito viene autorizzato a effettuare al fondo e del ricavato dei prestiti obbligazionari che il Mediocredito può essere autorizzato a emettere per integrare le disponibilità finanziarie del fondo, nel caso di insufficienza delle altre fonti di finanziamento, titoli che vengono equiparati alle cartelle di credito comunale e provinciale emesse dalla Cassa depositi e prestiti. La legge stabilisce inoltre che le eventuali perdite siano a carico del fondo stesso, anche se rimane comunque chiaramente fissato il principio per cui le risultanze finali della gestione del fondo

spettino al Tesoro dello Stato e che, in caso di liquidazione della gestione assicurativa operata dall'INA per conto dello Stato, gli utili o le perdite siano imputati al Tesoro. In definitiva, nonostante le pur importanti innovazioni che lasciano intravedere l'aspirazione verso una gestione più sensibile a logiche privatistiche, il finanziamento dell'attività di assicurazione dei rischi connessi alle esportazioni o alle attività svolte all'estero da imprese italiane rimane ispirato alla visione degli aiuti indirettamente prestati dallo Stato alle proprie imprese.

In seguito, la l. 18 dicembre 1964, n. 1404, interviene sui criteri per determinare la garanzia statale massima, fissando il principio per cui la differenza tra l'importo delle garanzie effettivamente assunte per conto dello Stato nel corso di un esercizio e il limite massimo fissato dalla legge per quello stesso anno può essere aggiunta alla garanzia prevista per il solo esercizio immediatamente successivo.

4. *Le nuove disposizioni sull'assicurazione e sul finanziamento dei crediti inerenti alle esportazioni di merci e servizi e all'esecuzione di lavori all'estero*

Nell'arco di pochissimi anni la regolamentazione della garanzia statale dei crediti alle esportazioni e dell'esecuzione di lavori all'estero è oggetto di un'importante revisione ad opera della l. 28 febbraio 1967, n. 131, che, chiarendo alcuni profili del provvedimento del 1961 e con norme nuove, estende in misura ancora maggiore l'ambito della garanzia statale delle attività delle imprese italiane all'estero.

Quanto all'oggetto della garanzia, la l. n. 131/1967 definisce un complesso elenco di interessi assicurabili o riassicurabili e delle attività in relazione alle quali possono manifestarsi i rischi. Nonostante il differente linguaggio legislativo, questo elenco è in gran parte riconducibile a quanto previsto dalla precedente normativa in materia, ma al suo interno emergono anche nuove tipologie di interessi e di attività. Ad es., la garanzia dei crediti concessi dalle imprese italiane per l'esportazione di merci o servizi viene estesa anche a quelli di provenienza estera, purché facenti parte integrante della commessa, e possono essere garantiti con-

tro il rischio della confisca i costi sostenuti durante l'approntamento della fornitura o, ancora, i crediti di medio termine connessi a operazioni di esportazione contro il rischio di insolvenza. Anche di alcune limitazioni viene data una lettura estensiva, com'è possibile desumere tra l'altro dall'esplicito riconoscimento della possibilità di assicurare i rischi connessi a lavori in corso quando il contratto in forza del quale i lavori devono essere eseguiti sia stato concluso da un'impresa avente sede nello Stato di esecuzione, con la sola condizione che l'impresa abbia una partecipazione italiana di qualunque entità, prevedendo altresì che l'entità della garanzia debba essere proporzionale non solo alla partecipazione, ma anche al generico parametro dell'apporto dell'impresa italiana «all'esecuzione dei lavori, degli studi e delle progettazioni»[41].

Anche la disciplina dell'assicurazione per conto dello Stato dei finanziamenti direttamente o indirettamente concessi a Stati stranieri in connessione a importazioni provenienti da imprese italiane o per l'esecuzione di lavori da parte di questi è modificata allo scopo di incrementare le attività che l'INA può svolgere. In particolare, all'istituto viene consentito, in aggiunta a quanto già visto in relazione ai titoli obbligazionari riconducibili a un emittente sovrano straniero, di assumere in assicurazione o in riassicurazione la garanzia dei crediti di carattere finanziario concessi da banche autorizzate a operare con il Mediocredito a Stati stranieri allo scopo di finanziare le esportazioni italiane e l'esecuzione di lavori all'estero da parte di imprese nazionali.

La legge interviene anche sul fondo autonomo per la somministrazione di quanto necessario al pagamento degli indennizzi previsti dalla legge, di cui sono riformate le modalità di finanziamento, attraverso la riduzione della dotazione iniziale prevista dalla legge del 1961, in gran parte destinata al fondo di dotazione del Mediocredito, e stabilendo che le eccedenze attive della gestione assicurativa, che in origine dovevano essere integralmente

[41] Con la successiva l. 12 aprile 1973, n. 221, la l. n. 131/1967 viene modificata allo scopo di includere anche l'assicurazione contro il rischio dei cambi: P. Manes, *La copertura dei rischi monetari nelle transazioni commerciali con l'estero in regime di cambi fluttuanti*, in «Dir. prat. assic.», I, 1974, pp. 253 ss.

assegnate al fondo, vengano attribuite sulla base di un provvedimento del ministro del Tesoro. Viene comunque ribadito che le perdite e gli utili della gestione assicurativa, ivi comprese quelle del fondo autonomo, spettino al Tesoro dello Stato.

5. *La disciplina delle assicurazioni private: le modifiche al testo unico e la riorganizzazione dell'Ispettorato delle assicurazioni private*

Negli anni Sessanta la regolamentazione dell'attività assicurativa privata rimane ancorata alla struttura del testo unico del 1959. Ciononostante, i pochi provvedimenti in materia rivelano una sensibilità più moderna nei confronti dei problemi connessi all'attività assicurativa.

Il testo unico preserva al proprio interno il divieto del collocamento di rischi all'estero – introdotto dal r.d.l. n. 966/1923 con lo scopo di assoggettare alla regolamentazione italiana le imprese che assumevano rischi propri di cittadini o di beni situati in Italia e i relativi contratti – e il divieto viene esteso alla mediazione. Nel caso di cessione o di retrocessione a riassicuratori stranieri viene invece previsto che l'impresa cedente debba comunicare al Ministero dell'industria e del commercio il nome dei riassicuratori: qualora questi ultimi siano imprese estere prive di una legale rappresentanza in Italia, il Ministero può *in casi speciali* vietare la cessione o la retrocessione al riassicuratore. La dir. 64/225/CEE del 25 febbraio 1964, volta a sopprimere in materia di riassicurazione e di retrocessione le restrizioni alle libertà di stabilimento e alla libera prestazione dei servizi, considerando queste regole un evidente ostacolo alla libertà di stabilimento e alla libera prestazione dei servizi, ne impone l'eliminazione. Con la l. 17 marzo 1965, n. 178, viene pertanto soppresso il potere di veto del Ministero e abrogata la sanzione prevista a carico di coloro che avessero ceduto rischi ai riassicuratori nonostante il veto del Ministero.

Ulteriori modificazioni al testo unico interessano le riserve matematiche e le altre disponibilità dell'INA e delle imprese di assicurazione sulla vita, nel senso di una maggiore flessibilità nella scelta delle attività da utilizzare. Queste vengono autorizzate dalla l. 25 febbraio 1965, n. 109, a investire le riserve matematiche in titoli azionari e obbligazioni di società per azioni nazio-

nali, con esclusione di società di assicurazione, quotate in borsa da almeno cinque anni, e nel rispetto dei limiti massimi calcolati in percentuale rispetto all'importo della riserva matematica e, nel caso di azioni, del capitale della società emittente. La determinazione dei criteri di valutazione delle nuove attività ammesse a copertura della riserva ha luogo con il successivo d.p.r. 5 agosto 1966, n. 1265, che diversifica tali criteri in funzione del tipo di impiego al quale l'attività è destinata e della tipologia di emittente: sebbene fondato su di un criterio rigido, quale principalmente il corso di borsa a una certa data, il sistema di valutazione rappresenta un progresso rispetto a quanto previsto per la valutazione delle attività nel portafoglio di altri tipi di imprese, in quanto consente di tenere conto dell'evoluzione del valore di mercato dei titoli a copertura delle riserve quantomeno tra un esercizio e quello successivo. Nella medesima prospettiva prudenziale, il d.p.r. n. 1265/1966 impone agli enti e alle società di assicurazione di verificare a metà esercizio la valutazione dei titoli vincolati a copertura delle riserve matematiche e delle cauzioni, prevedendo la tempestiva reintegrazione della copertura nel caso in cui il loro valore complessivo, calcolato ai prezzi correnti, risulti inferiore a quello determinato in base ai criteri di valutazione sopra visti.

Alcune innovazioni nella regolamentazione della vigilanza sono introdotte dal Ministero per l'industria e per il commercio con il d.m. 28 febbraio 1964, con il quale è data attuazione al decentramento funzionale nell'ambito dell'Ispettorato delle assicurazioni private, attraverso una compiuta regolamentazione delle attribuzioni dei diversi servizi e uffici nei quali l'Ispettorato viene articolato. Al capo dell'Ispettorato vengono riservate, tra le molte competenze, quelle riguardanti la formulazione dei pareri tecnici richiesti da altre amministrazioni ed enti pubblici su specifiche questioni attinenti alla tecnica assicurativa e in applicazione di disposizioni legislative o regolamentari in materia assicurativa, le comunicazioni alle imprese interessate dell'esito degli accertamenti ispettivi e le osservazioni sui bilanci annuali delle imprese assicuratrici. Ai direttori delle sezioni spettano invece in generale gli atti preliminari, istruttori e di mera esecuzione, quali le richieste in sede istruttoria di notizie, di chiarimenti e di documentazioni integrative, oltre alla raccolta presso le stesse imprese di dati e di informazioni di carattere statistico sull'attività assicu-

rativa. Il provvedimento definisce poi le competenze dei singoli servizi e uffici che comprendono, sia pure nei limiti dell'attività istruttoria o di mera esecuzione, l'intera gamma delle attività che la legge riserva alla competenza ministeriale[42].

6. *Le origini dell'intervento comunitario nella regolamentazione dell'attività assicurativa*

Contemporanei agli eventi che abbiamo finora descritto sono gli inizi del processo di integrazione europea i cui principi fondatori conducono, a partire dagli anni Settanta del secolo scorso, all'adozione delle profonde innovazioni nella regolamentazione della materia assicurativa delle quali tratteremo in seguito. Nel corso degli anni Sessanta non mancano tuttavia iniziative degli organi comunitari che, pur non essendo sempre culminate nell'adozione di provvedimenti, rappresentano le basi per la successiva produzione normativa[43].

[42] A titolo puramente esemplificativo può ricordarsi che, ai sensi di tale disciplina, al Servizio III - Divisioni V e VI competono: «Atti preliminari ed istruttori concernenti le domande di autorizzazione all'esercizio delle assicurazioni nel ramo vita e capitalizzazione. Adempimenti istruttori e di mera esecuzione concernenti l'applicazione e la modifica delle tariffe e delle condizioni di polizza per l'esercizio dell'assicurazione vita e capitalizzazione. Adempimenti istruttori e di mera esecuzione relativi al vincolo e svincolo delle attività mobiliari ed immobiliari, offerte a copertura delle riserve matematiche. Atti istruttori e di mera esecuzione concernenti l'esame dei bilanci dell'Istituto nazionale delle assicurazioni e delle altre imprese autorizzate ad esercitare l'assicurazione vita e capitalizzazione. Adempimenti istruttori e di mera esecuzione concernenti l'esame dei bilanci dell'Istituto nazionale delle assicurazioni e delle altre imprese autorizzate ad esercitare l'assicurazione vita e capitalizzazione. Atti preliminari ed istruttori relativi al controllo delle basi tecniche per il calcolo dei premi e delle riserve matematiche. Atti istruttori e di mera esecuzione relativi a: approvazione dei piani di riparto dell'utile concesso dall'Istituto nazionale delle assicurazioni alle imprese private sulle cessioni legali; autorizzazione alle imprese estere per il trasferimento all'estero delle eccedenze attive; parere ministeriale in merito alla permanenza in Italia di cittadini stranieri che svolgono attività assicurativa».

[43] Le origini dell'intervento comunitario in materia assicurativa sono tratteggiate da E. Artom, *Le assicurazioni private e la C.E.E.*, in «Dir. prat. assic.», I, 1971, nonché da A. Zimolo, *Il punto sull'Europa delle assicurazioni*, in «Dir. prat. assic.», I, 1974, pp. 652 ss.

All'interno del *Programma generale per la soppressione delle restrizioni alla libertà di stabilimento all'interno della Comunità Economica Europea* e del *Programma generale per la soppressione delle restrizioni alla libera prestazione dei servizi* del 18 dicembre 1961 viene previsto uno scadenzario per l'eliminazione delle limitazioni alla libertà di stabilimento e di prestazione dei servizi comprendente anche l'attività delle imprese di assicurazioni dirette e sulla vita, subordinando l'eliminazione delle restrizioni all'apertura di agenzie o di succursali al coordinamento delle condizioni di accesso e di esercizio.

Con la dir. 64/225/CEE del 25 febbraio 1964 volta a sopprimere in materia di riassicurazione e di retrocessione le restrizioni alle libertà di stabilimento e alla libera prestazione dei servizi, i programmi generali trovano una prima realizzazione[44]. Partendo dalla constatazione che alcune imprese di assicurazione diretta esercitano anche l'attività di riassicurazione e che quindi anche questa attività può essere fatta rientrare nell'ambito di applicazione dei programmi, viene imposto agli Stati membri di eliminare le limitazioni in essere negli stessi in materia di retrocessione di rischi a favore di soggetti non residenti. Come in precedenza osservato, quest'obbligo comunitario porta all'abrogazione di alcune norme del testo unico del 1959.

Sul piano delle iniziative legislative, in questa fase storica si collocano la proposta di una prima direttiva di coordinamento in materia di accesso e di esercizio dell'assicurazione diretta diversa dall'assicurazione sulla vita (17 giugno 1966) e quella di una direttiva intesa a sopprimere le restrizioni alla libertà di stabilimento in materia di assicurazioni dirette diverse dall'assicurazione sulla vita (2 febbraio 1967), e la costituzione nel 1960 di un Gruppo di coordinamento delle politiche in materia di assicurazione crediti, garanzie e crediti finanziari con il compito di formulare suggerimenti intesi ad armonizzare tra gli Stati membri le condizioni dell'assicurazione crediti all'esportazione, dei crediti finanziari e delle garanzie per gli investimenti.

[44] Su questo provvedimento P. Pistoi, *Le assicurazioni dirette e indirette nel diritto comunitario*, in «Dir. prat. assic.», I, 1967, pp. 342 ss.

7. *L'introduzione dell'assicurazione obbligatoria della responsabilità civile derivante dalla circolazione di veicoli*

L'aumento della quantità di incidenti stradali, conseguente all'incremento del numero dei veicoli in circolazione, a sua volta imputabile alla crescita economica del periodo, aveva da tempo posto all'attenzione del legislatore il problema dell'opportunità di introdurre una forma obbligatoria di assicurazione della responsabilità civile per i danni connessi alla circolazione dei veicoli a motore e dei natanti. Il prevalere delle ragioni favorevoli[45] porta all'adozione della l. 24 dicembre 1969, n. 990, con cui

[45] Le ragioni che conducono all'adozione della legge sono ricostruite da A. Antonini, *Assicurazione: X) Assicurazione nella circolazione dei veicoli a motore e dei natanti*, in *Enc. Giur. Treccani*, Roma 1988, p. 1 e da G. Castellano, *Assicurazione obbligatoria dei veicoli a motore e dei natanti*, in «Digesto Disc. Priv. Sez. Comm.», Torino 1987, pp. 366 ss. Una ricostruzione comparatistica dello stato della legislazione in materia negli altri paesi europei, a dimostrazione della più risalente attenzione nei confronti del fenomeno, è compiuta da V. Angeloni, *Assicurazione della responsabilità civile*, in *Enc. Dir.*, Milano 1958, p. 572, che accenna altresì al progetto di Convenzione europea elaborato dal Consiglio d'Europa fin dalla seconda metà degli anni Cinquanta, i cui principi essenziali (obbligatorietà dell'assicurazione, ambito di applicazione dell'obbligo, costituzione di un fondo di garanzia per il caso di insolvenza del responsabile civile o del suo assicuratore ecc.) confluiscono poi nella legge italiana. In verità, la necessità di un provvedimento in materia era stata sottolineata già da L. Lordi, *Per l'assicurazione obbligatoria della responsabilità civile per i rischi della circolazione dei veicoli*, in «Riv. Dir. Comm.», I, 1940, pp. 55 ss. Secondo R. Capotosti, *La "storia" dell'assicurazione obbligatoria r.c. auto in Italia e l'indagine conoscitiva dell'Autorità "Antitrust"*, in «Assicurazioni», I, 2003, pp. 347 ss., il mercato italiano dell'assicurazione della r.c. auto avrebbe attraversato una serie di fasi dalle caratteristiche abbastanza delineate, che vengono così ricostruite dall'A.: «C'è stato il decennio dell'"arrembaggio" (1970-1980), in cui molti operatori (assicuratori, pseudo-assicuratori, agenti e procacciatori vari) si sono gettati nel nuovo business che nasceva dall'obbligo imposto a tutti gli automobilisti di assicurarsi [...]. È stata questa l'epoca della "corsa" alle autorizzazioni da parte di nuove e improbabili imprese, della proliferazione delle società di mutuo soccorso, delle improvvisate iniziative di intermediazione [...]. È seguito poi (1980 -1990) il decennio della "regolarizzazione", anche dal punto di vista tariffario [...]. Nel decennio in esame si è registrata una lunga ed impressionante serie di liquidazioni coatte amministrative, a carico di società di mutuo soccorso, indebitamente esercitanti l'assicurazione obbligatoria della r.c. auto al di fuori dei limiti della propria legge istitutiva, e di altre società di nuova costituzione [...] che dopo aver incassato i premi non erano più in grado, per la quasi inesisten-

non viene semplicemente imposto l'obbligo di assicurazione della responsabilità civile per i danni derivanti dalla circolazione di veicoli, ma sono disciplinate una serie di questioni correlate a questo particolare ramo, dal contratto fino all'operatività dell'impresa. Volendo offrire un quadro sintetico del contenuto originario del provvedimento, è utile anche in questo caso distinguere l'esposizione in base agli argomenti oggetto di regolamentazione.

L'obbligo di assicurazione è, in effetti, formulato in termini di divieto di circolazione per i veicoli in mancanza dell'assicurazione della responsabilità civile verso i terzi prevista dall'art. 2054 c.c. Esso contempla una serie di eccezioni, legate alla natura del mezzo o alla particolare posizione del proprietario, ed è esteso ai veicoli stranieri circolanti in Italia, salvo che il veicolo straniero sia assicurato all'estero e la compagnia straniera attesti, mediante un apposito certificato, l'esistenza di accordi con un'impresa italiana per il risarcimento dei sinisitri verificatisi in Italia. L'assicurazione obbligatoria non riguarda la responsabilità civile per i danni cagionati dalla circolazione del veicolo a una serie di soggetti che, nella visione del legislatore dell'epoca e probabilmente anche per ragioni di carattere tecnico, non si ritiene possano con-

za di riserve tecniche e patrimoniali, di pagare i sinistri. [...] Il terzo decennio (1990-2000) è stato quello dell'"assestamento", grazie all'azione dell'ISVAP e alle direttive generali di seconda e terza generazione (n. 88/357/CEE e 92/49/CEE), che sono state prontamente, anche se non sempre puntualmente, attuate con il d.lgs. n. 175 del 17 marzo 1995. Con la liberalizzazione delle "gabbie" tariffarie nazionali, è caduto definitivamente [...] il regime dei premi amministrati (prezzi politici), attraverso l'adozione dei grandi principi della equivalenza delle legislazioni di controllo degli Stati membri UE [...]. Il mercato è andato quindi alla ricerca di un suo equilibrio economico, che ha portato ad una proliferazione vertiginosa dei profili tariffari personalizzati [...], e ad incrementi tariffari, in parte giustificati per l'esigenza di recuperare le perdite pregresse del settore (periodo dei prezzi politici) ed in parte rispondenti alla lievitazione notevolissima della frequenza e dei costi sia di liquidazione (nuovi titoli di danno affermati dalla giurisprudenza, oltre al danno dalla perdita di reddito: danno biologico, danno alla vita di relazione, danno estetico, danno esistenziale, ecc.) sia di gestione nell'accantonamento delle riserve tecniche (valutazione al costo ultimo) [...]. Il decennio in oggetto si è concluso con la delibera dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato che ha irrogato a 42 compagnie esercitanti l'assicurazione obbligatoria r.c. auto una sanzione pecuniaria amministrativa, complessivamente pari (all'epoca) a 700 miliardi di lire, per una presunta intesa tariffaria tra imprese (nella forma della pratica concordata) [...]».

siderarsi terzi: i soggetti la cui responsabilità civile doveva essere assicurata, e quindi il conducente del veicolo, il proprietario e i soggetti a questi equiparati, il coniuge o gli stretti congiunti il cui mantenimento fosse a carico dell'assicurato, le persone trasportate e, nel caso di assicurazione della responsabilità civile di una società, i soci illimitatamente responsabili.

Il corretto funzionamento del sistema dell'assicurazione, e in particolare la finalità della massima condivisione del rischio, spinge il legislatore a circondare di una serie di cautele il pagamento dei premi. Viene quindi imposto all'assicuratore di rilasciare un certificato che attesti l'avvenuto versamento del premio, che deve essere esposto sul veicolo, e vietato di stipulare il contratto per somme inferiori a quelle previste dalla legge, riservando a un decreto del presidente della Repubblica ogni variazione di tali importi minimi in relazione all'andamento dell'assicurazione obbligatoria e dell'indice dei prezzi. Le imprese devono inoltre sottoporre per l'approvazione al Ministero per l'industria, il commercio e l'artigianato le condizioni generali di polizza e le tariffe dei premi, che devono essere formate secondo i criteri contenuti nel regolamento di esecuzione della legge. Nell'approvare le tariffe il Ministero deve considerare le statistiche dei rischi assunti e dei sinistri verificatisi e ogni altro elemento utile e, per consentire una migliore valutazione dei rischi, viene prevista la creazione presso l'INA di un *conto consortile* nel quale le imprese di assicurazione devono immettere il 2% dei rischi assunti.

La necessità di assicurare una migliore copertura dei rischi assunti comporta anche una serie di modifiche alla regolamentazione delle riserve e delle cauzioni contenuta nel testo unico del 1959. Quest'ultimo disciplinava la *riserva premi per rischi in corso* alla fine dell'esercizio e diversi da quelli sulla vita prevedendo l'iscrizione nel bilancio della parte dei premi di competenza di esercizi successivi e delle annualità di premi pagati in anticipo per anni futuri, ammettendo il riporto dei premi nella misura concordata con il cliente, ovvero in una misura pari al 35% dell'importo complessivo dei premi pagati per rischi assunti nell'esercizio. Il testo unico stabiliva inoltre che per i rischi di breve durata la riserva non poteva essere inferiore al 15% dei premi, e individuava le attività utilizzabili a copertura. La l. n. 990/1969 impone la costituzione della *riserva sinistri* median-

te iscrizione nel bilancio di un importo pari a quanto necessario, in base a una prudente valutazione tecnica, a far fronte ai sinistri avvenuti nell'esercizio o in quelli precedenti e non ancora liquidati, confermando le regole generali relative al riporto dei premi ma con la precisazione che, in relazione all'assicurazione della responsabilità civile per la circolazione di autoveicoli, il riporto non possa essere inferiore al 40% dei relativi rischi. Il ministro per l'Industria, il commercio e l'artigianato viene inoltre autorizzato a disciplinare il calcolo della riserva premi per rischi in corso, quando questa non sia stabilita dal contratto e sia definita la tipologia dei beni a copertura della riserva sinistri e di quella premi per rischi in corso. Anche la disciplina della cauzione richiesta alle imprese è modificata nella prospettiva di una migliore coerenza alle effettive condizioni di rischio, richiedendo alle imprese autorizzate all'assicurazione della responsabilità civile connessa alla circolazione dei veicoli di calcolarla in proporzione dei premi lordi del precedente esercizio.

Rispetto alla precedente legislazione vengono introdotte, o specificate, diverse regole a favore dell'assicurato e, soprattutto, del danneggiato. Nella prima categoria possono farsi rientrare l'obbligo delle imprese di accettare le proposte contrattuali conformi alle condizioni di polizza e alle tariffe approvate e la non risolvibilità del contratto nel caso di cessione del portafoglio da parte dell'impresa stipulante a una nuova impresa. Il danneggiato viene posto al centro di un complesso reticolo di tutele, che comprendono la possibilità di rivalersi nei confronti dell'impresa cessionaria, nel caso di cessione del portafoglio comprendente il contratto da cui derivava il suo diritto, l'azione diretta contro l'assicuratore e l'inopponibilità delle eccezioni derivanti dal contratto, l'istituzione presso l'INA del fondo di garanzia per le vittime della strada, concepito per garantire il risarcimento dei danni alla persona (e di quelli più gravi alle cose) qualora il veicolo danneggiante non fosse stato identificato o fosse privo di assicurazione, e il diritto alla provvisionale nel corso del giudizio di primo grado per i danneggiati in stato di bisogno.

Per tenere conto dei maggiori compiti che le nuove regole comportavano per il Ministero dell'industria, del commercio e dell'artigianato, viene prevista la riorganizzazione dei relativi uffici mediante l'istituzione della *Direzione generale delle assicura-*

zioni private e di interesse collettivo alla quale vengono attribuite le funzioni dell'Ispettorato delle assicurazioni private e di un *Ruolo tecnico ispettivo delle assicurazioni private e di interesse collettivo*, oltre a un incremento di organico rispetto a quello a disposizione dell'Ispettorato, da realizzarsi attraverso l'assunzione di soggetti in possesso dell'adeguata professionalità da selezionare mediante pubblico concorso.

IV. DAL 1970 ALLA PRIMA DIRETTIVA DI COORDINAMENTO IN MATERIA DI ASSICURAZIONE SULLA VITA DEL 1979

1. Dall'introduzione dell'assicurazione obbligatoria della responsabilità civile fino alla prima direttiva di coordinamento in materia di assicurazione sulla vita. – 2. La legislazione comunitaria sulle assicurazioni private in generale: la prima direttiva in materia di accesso ed esercizio dell'assicurazione nei rami diversi da quello vita. – 3. Le norme relative agli agenti e mediatori di assicurazioni. – 4. La disciplina della coassicurazione comunitaria. – 5. La prima direttiva di coordinamento in materia di assicurazione sulla vita. – 6. La legislazione italiana sulle assicurazioni private in generale: il coordinamento con la nascente regolamentazione delle società per azioni quotate; le nuove disposizioni in materia di assicurazioni contro i danni. – 7. Le nuove regole sul bilancio delle imprese di assicurazione. La composizione delle riserve tecniche. – 8. L'istituzione dell'albo degli agenti di assicurazione. – 9. La regolamentazione comunitaria di particolari forme di assicurazione: l'assicurazione della responsabilità civile derivante dalla circolazione di veicoli; l'assicurazione dei crediti all'esportazione. – 10. La disciplina di particolari forme di assicurazione in Italia: le modifiche alla legge sulla responsabilità civile connessa alla circolazione di veicoli. – 11. Le disposizioni in materia di assicurazione dei crediti alle esportazioni: l'istituzione della SACE.

1. *Dall'introduzione dell'assicurazione obbligatoria della responsabilità civile fino alla prima direttiva di coordinamento in materia di assicurazione sulla vita*

Nel periodo successivo all'introduzione dell'obbligo di assicurazione della responsabilità civile diventa sempre più importante e intenso il ruolo della legislazione comunitaria che, sia pure con un certo ritardo rispetto all'emanazione dei relativi provvedimenti, conduce a importanti riforme nella regolamentazione di aspetti centrali dell'attività assicurativa, dalla gestione prudenziale dell'impresa alla libertà di stabilimento e di prestazione dei servizi, fino al rapporto con la clientela. Da questo momento la nostra esposizione dovrà, di conseguenza, essere condotta confrontando l'evoluzione della disciplina comunitaria con i provvedimenti nazionali di attuazione.

2. *La legislazione comunitaria sulle assicurazioni private in generale: la prima direttiva in materia di accesso ed esercizio dell'assicurazione nei rami diversi da quello vita*

Attraverso la dir. 73/239/CEE del 24 luglio 1973, c.d. prima «direttiva di coordinamento», il legislatore comunitario si propone di coordinare le condizioni di accesso e di esercizio dell'attività assicurativa nei rami diversi da quello vita, a cui i Programmi generali del 1961 avevano condizionato l'eliminazione delle limitazioni esistenti in materia di libertà di stabilimento e di prestazione dei servizi da parte di agenzie e succursali, nonché di agevolare l'accesso a tali attività attraverso il coordinamento delle disposizioni nazionali in materia di controlli, e segnatamente di quelli riguardanti le garanzie finanziarie richieste alle imprese[46]. La scelta di rinviare a un successivo provvedimento la regolamentazione delle modalità di calcolo delle riserve, della loro valutazione e del-

[46] In generale, sulla legislazione comunitaria in materia assicurativa nel corso degli anni Settanta, A. Zimolo, *L'armonizzazione del settore assicurativo nelle direttive della Comunità economica europea*, in «Dir. prat. assic.», I, 1978, pp. 344 ss.

le tipologie di attività a copertura, per tenere conto delle profonde diversità allora esistenti in materia nelle legislazioni nazionali, spingono il legislatore comunitario a imporre alle imprese di assicurazione l'obbligo di disporre, oltre che delle riserve tecniche, di una riserva complementare che viene denominata *margine di solvibilità*[47]. Quest'ultima deve essere rappresentata da patrimonio libero e nelle intenzioni della direttiva deve essere calcolata sulla base di parametri oggettivi, individuati nel volume complessivo di affari e in due indici di sicurezza fondati l'uno sui premi e l'altro sui sinistri, per evitare che una diversa regolamentazione potesse incidere sulla concorrenza tra le imprese.

L'accesso all'attività assicurativa viene subordinato a un'autorizzazione. Quest'ultima deve essere rilasciata dalle competenti autorità nazionali di vigilanza, ed è considerata valida per l'intero territorio nazionale, con la possibilità di concessione per singoli rami o per gruppi di rami, e comprendente l'assicurazione dei rischi accessori. Dal punto di vista procedimentale, la direttiva impone agli Stati membri l'obbligo di motivare il rifiuto dell'autorizzazione e di riconoscere il diritto di impugnare il rifiuto o l'omessa pronuncia sulla richiesta. Il rilascio dell'autorizzazione è condizionato da una serie di requisiti riguardanti la forma giuridica dell'impresa, nel caso dell'Italia la società per azioni o cooperativa e la mutua di assicurazione, l'esclusività dell'oggetto sociale, il programma iniziale di attività e il possesso di un fondo di garanzia minimo e del margine di solvibilità. Gli Stati membri sono invece lasciati liberi di imporre agli amministratori requisiti di professionalità e di prevedere l'approvazione dello statuto, delle tariffe e delle condizioni di polizza e di ogni altro documento considerato necessario all'esercizio del controllo, mentre (analogamente a quanto avviene nel settore bancario con la dir. n. 77/780/CEE) viene vietato espressamente di subordinare il rilascio dell'autorizzazione alla valutazione di condizioni di

[47] Sulle ragioni che conducono il legislatore comunitario all'adozione del margine: Assicurazioni Generali, *L'assicurazione sulla vita* cit., pp. 346 ss.; per una sintesi delle diversità all'epoca presenti nelle legislazioni degli Stati membri, F. Padoa, E. Pasanisi, *Impiego e controllo delle riserve tecniche delle imprese assicuratrici: legislazione italiana, legislazioni europee e direttive comunitarie*, in «Dir. prat. assic.», I, 1975, pp. 37 ss.

mercato. Nella regolamentazione dei requisiti per l'autorizzazione di agenzie o succursali di imprese residenti in altri Stati membri fa la propria comparsa il principio dell'*home country control*, con la previsione che subordina il rilascio dell'autorizzazione alla presentazione di una certificazione delle autorità competenti del paese della sede sociale, attestante le autorizzazioni ricevute nello Stato di origine dall'impresa interessata, la disponibilità del fondo di garanzia minimo o del margine di solvibilità minimo calcolato secondo le regole della direttiva, e altre informazioni riguardanti le condizioni per la sana e prudente gestione. Infine, vengono regolate le condizioni di accesso e di esercizio delle imprese aventi la loro sede in Stati non appartenenti alla Comunità europea e, in particolare, la posizione delle imprese che, avendo ottenuto l'autorizzazione in uno Stato membro, vogliano estendere la loro operatività ad altri Stati membri.

La verifica del rispetto dello stato di solvibilità – e in generale delle condizioni di esercizio – è affidata dalla direttiva all'autorità dello Stato membro d'origine per l'insieme delle sue attività, anche attraverso la collaborazione informativa delle autorità di tutti gli Stati interessati. Riguardo alle condizioni di esercizio occorre ricordare che, per le ragioni di cui abbiamo detto, il legislatore comunitario limita in questa fase il proprio intervento alla previsione dell'obbligo di disporre di riserve tecniche sufficienti, da calcolare secondo le regole nazionali (in attesa di un ulteriore coordinamento) e da investire in attività congrue e localizzate. All'autorità di vigilanza dello Stato della sede sociale viene a questo scopo richiesto di controllare che le riserve tecniche siano investite in attività adeguate agli impegni assunti in tutti i paesi nei quali l'impresa svolge la propria attività. Agli Stati membri è invece precluso di imporre alle imprese il modo di investire le disponibilità eccedenti le riserve tecniche e, più in generale, di porre vincoli alla disponibilità di dette somme. Per consentire la vigilanza, le imprese sono tenute a presentare un rendiconto annuale e a comunicare le informazioni necessarie ai controlli e i documenti statistici.

Come ricordato, la direttiva richiede l'adozione di un margine di solvibilità adeguato alle attività svolte, costituito dal patrimonio dell'impresa libero da ogni impegno prevedibile e al netto di eventuali elementi immateriali. A questo scopo vengono indi-

viduate nel dettaglio le componenti del patrimonio netto che è possibile includere nel margine, distinguendo quelle per le quali non è necessaria alcuna verifica – e cioè il capitale sociale versato, la metà dell'aliquota non versata del capitale sociale, le riserve legali e libere non corrispondenti a impegni dell'impresa e il riporto dagli utili – dalle plusvalenze di carattere non eccezionale risultanti da sottovalutazione di elementi dell'attivo o da sopravvalutazione di elementi del passivo, che possono essere considerate solo con l'autorizzazione da parte dell'autorità di vigilanza. Oltre al margine, le imprese devono disporre di un *fondo minimo di garanzia* pari a un terzo del margine di solvibilità, ma che non può comunque essere inferiore a importi minimi a seconda del ramo in cui l'impresa opera.

La dir. 73/240/CEE, dello stesso 24 luglio 1973, muovendo dal contestuale coordinamento delle condizioni di accesso e di esercizio per mezzo della prima direttiva, ribadisce fin da subito l'obbligo degli Stati membri di sopprimere le restrizioni alla libertà di stabilimento in materia di assicurazioni dirette diverse dall'assicurazione sulla vita previsto nel Programma generale del 1961. La direttiva esige, in particolare, l'abolizione delle limitazioni alla libertà di stabilimento discriminatorie rispetto ai cittadini dello Stato membro ospitante relative alle attività *non salariate* nei rami di assicurazione indicati nella prima direttiva di coordinamento, indicando alcuni limiti previsti da specifiche disposizioni nazionali, come ad es., nel caso dell'Irlanda, l'obbligo per una società che intende ottenere l'autorizzazione all'esercizio dell'assicurazione di essere registrata a norma degli *Irish Companies Acts*, che i due terzi delle sue azioni siano di proprietà di cittadini irlandesi e che la maggioranza degli amministratori escluso l'amministratore delegato a tempo pieno sia costituita da cittadini irlandesi.

Prima del recepimento da parte del legislatore italiano, la prima direttiva di coordinamento viene modificata ad opera della dir. 76/580/CEE del 29 giugno 1976 limitatamente alla nozione di unità di conto europea, utilizzata per denominare gli importi in danaro fissati dalla prima direttiva, tra cui quello del fondo di garanzia minimo. Il sistema originario per la determinazione del valore dell'unità di conto, fondato sulle regole previste dallo statuto della Banca europea degli investimenti, sembra infatti in gra-

do di incidere, a causa della dinamica dei cambi, sulla parità delle condizioni concorrenziali, e pertanto con la decisione 75/250 il Consiglio stabilisce nuove regole di calcolo. D'altra parte, sempre a causa del diverso peso delle valute europee, la preoccupazione che le nuove regole di calcolo possano condurre a una riduzione del fondo di garanzia minimo spinge il legislatore comunitario a prevedere che gli importi in valore assoluto espressi in ECU dalla prima direttiva non possano essere inferiori a quelli previsti dal testo originario della direttiva, e ad affidare al Consiglio il compito di procedere alla periodica revisione di tali importi per tenere conto dell'evoluzione della situazione economica generale.

3. *Le norme relative agli agenti e mediatori di assicurazioni*

Con la dir. 77/92/CEE del 13 dicembre 1976 viene affrontata la regolamentazione delle condizioni di accesso all'attività di agente e di mediatore di assicurazioni, allo scopo di attuare, anche in questo campo, la piena libertà di stabilimento e di prestazione dei servizi. Il legislatore comunitario, muovendo dalla constatazione delle differenze in essere circa le condizioni di accesso e di esercizio, riguardanti in particolare la necessità di un titolo di studio o professionale, ritiene di dover introdurre il principio per cui l'esercizio effettivo dell'attività di agente o mediatore di assicurazioni nello Stato membro di provenienza per un adeguato periodo di tempo deve considerarsi sufficiente a garantire il possesso di conoscenze professionali equivalenti a quelle richieste ai cittadini, in attesa dell'introduzione di norme per il reciproco riconoscimento dei diplomi.

Il principio trova applicazione ai soggetti la cui attività principale consista nel mettere in relazione contraenti e società di assicurazione senza essere vincolati nella scelta fra queste e quindi i mediatori di assicurazione e riassicurazione, nel proporre o concludere contratti in nome o per conto di una o più società di assicurazione, quali in Italia gli agenti di assicurazione, ovvero nello svolgimento di operazioni per conto delle precedenti categorie professionali e che non comportino l'assunzione di alcun impegno verso il pubblico, quali la presentazione dei contratti o la riscossione dei premi, e quindi l'attività propria dei c.d. subagenti.

In relazione alle diverse forme dell'intermediazione sono indicati sia il tipo di attività o di incarichi, sia la durata minima del periodo del loro esercizio nello Stato membro di origine, che gli altri Stati membri sono tenuti a considerare come prova del possesso di adeguate conoscenze e competenze professionali. In nome del principio della continuità professionale, non possono beneficiare del riconoscimento i soggetti che pur avendo svolto l'attività per il periodo indicato, l'abbiano in seguito interrotta per un considerevole lasso di tempo.

Accanto ai requisiti professionali la direttiva regola il riconoscimento dei requisiti di onorabilità, prevedendo in sostanza l'obbligo dello Stato membro ospitante di considerare, quale prova sufficiente, la certificazione rilasciata dall'autorità giudiziaria o amministrativa dello Stato membro di origine e, qualora gli Stati membri richiedano ai propri cittadini quale condizione di accesso, la prestazione di un giuramento o una dichiarazione solenne, l'obbligo di predisporre una formula equivalente per i casi in cui i cittadini degli altri Stati membri non possano utilizzare quella prevista per i residenti.

4. *La disciplina della coassicurazione comunitaria*

La materia della coassicurazione, mettendo in gioco l'attività di imprese operanti in una pluralità di Stati e quindi le diverse normative nazionali ad esse applicabili, rappresenta uno dei primi settori nei quali si rende necessaria una disciplina del coordinamento dell'attività di vigilanza. Il problema è infatti affrontato già con la dir. 78/473/CEE del 30 maggio 1978 relativa al coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di coassicurazione comunitaria.

Dopo aver identificato i rischi oggetto di assicurazione, in relazione sia al tipo che alla loro rilevanza, la direttiva fissa le condizioni in presenza delle quali può considerarsi sussistente la coassicurazione comunitaria, quali la copertura del rischio da parte di più imprese (c.d. «coassicuratori») mediante un contratto unico con premio globale e per una stessa durata e la collocazione del rischio all'interno della Comunità. Tra i coassicuratori deve essere identificato un coassicuratore delegatario considerato assicuratore dell'in-

tero rischio con il compito di fissare le condizioni di assicurazione e le tariffe, ed è altresì necessario che almeno uno dei coassicuratori risieda in uno Stato membro diverso da quello del delegatario.

Così fissato l'ambito oggettivo e soggettivo di applicazione, la direttiva prevede che, mentre l'ammontare delle riserve tecniche debba essere determinato dai vari coassicuratori secondo le norme previste dallo Stato membro di origine, la riserva per sinistri da pagare debba essere almeno uguale a quella determinata dal coassicuratore delegatario secondo le norme o la prassi dello Stato in cui esso è stabilito. Viene inoltre consentito, in alternativa alla localizzazione nello Stato membro di origine, che le attività a copertura delle riserve siano situate nello Stato membro del coassicuratore delegatario, a scelta dell'assicuratore. Infine, le autorità di vigilanza vengono obbligate a cooperare strettamente comunicandosi tutte le informazioni necessarie.

5. *La prima direttiva di coordinamento in materia di assicurazione sulla vita*

L'attività di produzione normativa di questi anni culmina con l'adozione della prima dir. 79/267/CEE del Consiglio, del 5 marzo 1979, recante coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative riguardanti l'accesso all'attività dell'assicurazione diretta sulla vita e il suo esercizio. La finalità generale che il legislatore comunitario intende perseguire è al solito rappresentata dalla necessità di agevolare l'accesso all'attività di assicurazione, nella specie sulla vita, eliminando le divergenze nazionali in materia di controlli. Se nel definire questo obiettivo viene manifestata l'esigenza di procedere, nell'interesse dei clienti, soprattutto a un coordinamento delle regole nazionali riguardanti le garanzie richieste alle imprese, la direttiva interviene in effetti su di un insieme assai più complesso di profili del funzionamento dell'impresa di assicurazione, la cui regolamentazione può essere sinteticamente illustrata come segue.

L'ambito di applicazione del provvedimento è piuttosto articolato, comprendendo i contratti di assicurazione rientranti in senso stretto nel ramo vita, e in particolare l'assicurazione per il caso di vita e quella per il caso di morte, una serie di operazio-

ni di carattere previdenziale (operazioni tontinarie, operazioni di capitalizzazione, gestione di fondi collettivi di pensione), nonché le operazioni dipendenti dalla durata della vita umana previste dalla legislazione delle assicurazioni sociali se praticate o gestite, conformemente alla legislazione di uno Stato membro, da imprese di assicurazione a proprio rischio. Non sono invece soggette alla direttiva le attività riconducibili all'assicurazione contro i danni, quali definite dalla dir. 73/239/CEE, l'attività degli enti eroganti prestazioni variabili in base a contributi determinati forfettariamente a carico dei propri iscritti, l'erogazione ai lavoratori associati di prestazioni nel caso di decesso, vita, diminuzione dell'attività lavorativa, oltre alle operazioni rientranti nella disciplina della sicurezza sociale.

L'accesso a queste attività viene subordinato a un'autorizzazione che deve essere domandata tanto dalle imprese che intendono stabilire la propria sede, una succursale o un'agenzia nello Stato interessato, quanto dalle imprese già autorizzate che vogliono estendere la propria operatività ad altri rami o ad altre parti del territorio nazionale, diverse da quelle che avevano formato oggetto del provvedimento originario di autorizzazione. L'autorizzazione viene considerata valida per tutto il territorio nazionale, deve essere concessa per ramo e si estende a tutti i rischi compresi nel ramo, salva la richiesta limitata ad alcuni rami soltanto; è inoltre consentito concedere l'autorizzazione per più rami. Le condizioni per il rilascio dell'autorizzazione vengono disciplinate in modo analogo a quanto previsto dalla prima direttiva di coordinamento in materia di assicurazione contro i danni, lasciando agli Stati membri la scelta se richiedere il possesso di requisiti di professionalità in capo agli esponenti aziendali e quella riguardante l'imposizione dell'obbligo di approvazione dello statuto, delle condizioni generali di contratto, basi tecniche per il calcolo delle tariffe e delle riserve, e di ogni altro documento necessario per l'esercizio del controllo. Anche i requisiti delle imprese che intendono aprire un'agenzia o una succursale in un altro Stato membro vengono regolati in modo simile a quello della direttiva del 1973 ed è espressamente riconosciuto agli Stati il potere di esigere per tutte le imprese di assicurazione l'approvazione delle condizioni generali e speciali dei contratti, delle basi tecniche per il calcolo delle tariffe e delle riserve.

I rischi di carattere prudenziale connessi all'esercizio congiunto dei rami vita e di quelli danni vengono affrontati in modo piuttosto rigoroso, attraverso il divieto di cumulare le due attività, salvo che per le imprese che già praticavano il cumulo al momento dell'introduzione della direttiva, alle quali viene imposta l'adozione della gestione separata. Per rendere ancora più incisivo il divieto, è prevista la vigilanza sui casi nei quali l'esistenza di legami finanziari, amministrativi o commerciali tra un'impresa operante nel ramo danni e una operante nel ramo vita possa condurre a falsare i conti delle imprese interessate, e alle imprese alle quali il cumulo era consentito, viene permesso di aprire agenzie e succursali in altri Stati membri solo per l'esercizio del ramo danni. Gli Stati membri sono lasciati liberi di vietare il cumulo in ogni caso. Questo quadro è completato dalle regole che devono essere rispettate nell'organizzazione della gestione separata, allo scopo di evitare ogni pregiudizio per gli assicurati, che comprendono, tra gli altri, l'obbligo di rispettare i requisiti finanziari minimi, e in particolare il margine di solvibilità, in relazione a ciascuna gestione, quello di evidenziare anche nelle scritture contabili la diversità della gestione, tenendo distinte le entrate e le uscite relative al ramo vita e al ramo danni e ripartendo gli eventuali elementi comuni secondo criteri approvati dall'autorità di vigilanza, e la regola per cui, nel caso di insufficienza del margine di solvibilità relativo a uno dei rami, le misure previste dalla direttiva per garantire il ripristino del margine debbano essere applicate anche nel caso in cui il margine relativo all'altro ramo sia adeguato.

Per le stesse ragioni illustrate trattando della prima direttiva in materia di assicurazioni non vita, la disciplina delle riserve è ampiamente delegata agli Stati membri. Viene infatti semplicemente richiesto agli Stati di imporre alle imprese di costituire adeguate riserve tecniche – comprese le riserve matematiche – e di prevedere che tutte le riserve siano composte da attività «equivalenti, congrue e localizzate in ognuno dei paesi nei quali l'impresa svolge le sue attività». È invece rimessa alle leggi nazionali la regolamentazione dei criteri per determinare l'importo delle riserve, la natura e i limiti delle attività ammesse e le regole di valutazione.

Anche alle imprese operanti nel settore vita viene richiesta la costituzione del margine di solvibilità e del fondo di garanzia. La regolamentazione del margine presenta alcune caratteristiche in

comune con quelle previste per il settore danni e alcune autonome, sotto il profilo del calcolo del margine e della definizione delle attività che possono essere considerate patrimonio autonomo. In particolare, alle imprese, con l'autorizzazione dell'autorità di vigilanza, è consentito di computare: *a)* il 50% degli utili futuri dell'impresa, ottenuti moltiplicando l'*utile annuo stimato*, cioè la media aritmetica degli utili realizzati nel corso degli ultimi cinque anni nell'esercizio del ramo vita, per un fattore rappresentante la durata residua media dei contratti; *b)* nel caso in cui l'impresa non pratichi lo zillmeraggio, cioè la sottrazione alla riserva matematica per premi puri delle spese di acquisizione non ancora ammortizzate[48], o pratichi uno zillmeraggio inferiore al carico di acquisizione, è possibile entro certi limiti includere la differenza tra la riserva matematica non zillmerata, o parzialmente zillmerata, e una riserva zillmerata a un tasso pari al carico di acquisizione contenuto nel premio; *c)* nel caso di accordo tra le autorità di vigilanza degli Stati membri nei quali l'impresa esercita la sua attività, le plusvalenze di carattere non eccezionale derivanti da sottovalutazione dell'attivo o da sopravvalutazione del passivo[49].

[48] F. Della Santa, *Riserve matematiche a premi puri, a premi d'inventario e zillmerate nei bilanci delle imprese di assicurazione sulla vita*, in «Dir. prat. assic.», I, 1970, p. 309 ss. riconduce la pratica alla necessità «di evitare l'eventuale chiusura contabile dell'esercizio in perdita, anche con un buon andamento della gestione, per motivi dovuti esclusivamente alla tecnica del ramo», perché: «Quando intorno al 1860 venne introdotto l'uso di precontare una parte della provvigione ricorrente si originò la suddivisione tra provvigione di acquisizione, da corrispondere al perfezionamento della polizza in una sola volta od in due, come attualmente nel nostro paese, e provvigione di incasso, da corrispondersi in relazione alla riscossione dei singoli premi successivi, che determinò un aggravamento finanziario a carico dell'esercizio sul quale grava la provvigione d'acquisizione. Dato che l'importo pagato a tale titolo, aumentato della quota da accantonare in riserva, supera notevolmente l'ammontare del premio incassato dall'impresa, è evidente che ogni nuova assicurazione origina, nel primo anno, una passività per l'esercizio costretto a sopportare contemporaneamente i due oneri del pagamento delle provvigioni di acquisizione e dell'accantonamento della riserva».

[49] Sulla scelta di consentire il computo di elementi patrimoniali impliciti e più in generale sul complesso iter scientifico (e in particolare allo studio dell'OCSE su *Standard minimum de Solvabilité applicable aux Entreprises d'Assurances* del 1961) e legislativo che sta alla base dell'imposizione del margine di solvibilità alle imprese operanti nel ramo vita: Assicurazioni Generali, *L'assicurazione sulla vita* cit., p. 350.

L'operatività transfrontaliera delle imprese è oggetto di un'accurata regolamentazione, attraverso la definizione delle condizioni di accesso e di operatività delle succursali e agenzie di imprese comunitarie, di cui già si è detto, e di imprese non residenti in Stati della comunità. Queste possono essere autorizzate in presenza di una serie di condizioni, tra le quali devono essere menzionate, per i riflessi di carattere prudenziale e quelli legati alla corretta concorrenza tra imprese, l'esistenza nello Stato ospitante di attività pari almeno alla metà del fondo di garanzia e del deposito di un quarto di queste a titolo di cauzione, nonché l'esistenza di un margine di solvibilità calcolato secondo le regole generali. Riguardo alle regole sull'operatività delle agenzie e succursali di imprese non comunitarie, la direttiva prevede una primordiale forma di collaborazione tra le autorità di vigilanza, laddove ammette le imprese che abbiano ottenuto l'autorizzazione in più di uno Stato membro a godere di una serie di vantaggi riguardanti il margine di solvibilità, il fondo di garanzia e le cauzioni: la richiesta di ammissione al beneficio deve infatti essere rivolta a tutte le autorità di vigilanza interessate, ma allo stesso tempo contenere la scelta motivata dell'*unica* autorità nazionale che avrebbe dovuto vigilare sulla solvibilità dell'impresa riguardo a tutte le attività esercitate all'interno della Comunità attraverso agenzie o succursali.

6. *La legislazione italiana sulle assicurazioni private in generale: il coordinamento con la nascente regolamentazione delle società per azioni quotate; le nuove disposizioni in materia di assicurazioni contro i danni*

All'intensa produzione normativa comunitaria non corrisponde un analogo sforzo da parte del legislatore italiano. Fino all'adozione della nuova regolamentazione generale in materia di assicurazioni contro i danni, si assiste soprattutto all'emanazione di disposizioni attuative di provvedimenti del decennio precedente, in particolare della legge sull'assicurazione della responsabilità civile e di atti particolari, quali l'approvazione delle tariffe e delle condizioni generali predisposte dalle compagnie, con l'unica eccezione del d.p.r. 31 marzo 1975, n. 137, emanato in attua-

zione della delega prevista dalla l. 7 giugno 1974, n. 216, all'interno del quale sono, tra l'altro, disciplinati alcuni aspetti del bilancio delle società di assicurazione quotate in borsa.

Con la l. 10 giugno 1978, n. 295, *Nuove norme per l'esercizio delle assicurazioni private contro i danni*, è data attuazione alla prima direttiva di coordinamento in materia di assicurazione nei rami non vita[50]. Nonostante la collocazione nel quadro generale del testo unico del 1959, rispetto a questo le nuove norme rappresentano una notevole evoluzione per le materie trattate, per i diversi contenuti e sotto il profilo della tecnica legislativa.

In primo luogo, la legge comprende nel proprio ambito soggettivo di applicazione le imprese esercenti l'attività assicurativa in uno dei rami specificamente indicati nell'allegato al provvedimento. Questo permette di superare la genericità della definizione dell'ambito di applicazione del testo unico del 1959, che si dichiarava applicabile a tutte le imprese che avessero esercitato l'industria delle assicurazioni «in qualsiasi ramo e in qualsiasi forma» e la riassicurazione, oltre che le operazioni di capitalizzazione. La definizione e la classificazione dei rischi, oltre a portare chiarezza nella regolamentazione del fenomeno assicurativo, hanno anche una precisa funzione dal punto di vista della gestione dell'impresa e della vigilanza, semplificandone il procedimento di identificazione, e consentendo quindi una migliore valutazione delle scelte compiute dalle imprese in ordine ai relativi profili gestionali.

Le condizioni di accesso al mercato sono disciplinate mediante il coordinamento tra le disposizioni comunitarie e quelle già previste dalla legge italiana. In particolare, viene ribadita la necessità dell'autorizzazione, precisando che essa deve essere chiesta per singoli rami o gruppi di rami, e vengono disciplinati gli aspetti del procedimento di autorizzazione più strettamente legati alle innovazioni introdotte dalla direttiva, soprattutto quelli connessi alla prova dell'esistenza delle disponibilità necessarie

[50] G. Partesotti, E. Bottiglieri, *Commentario alla legge 10 giugno 1978, n. 295*, in «Le Nuove Leggi Civ. Comm.», 1979, pp. 1086 ss.; sul rapporto tra la direttiva e la legislazione italiana anteriore al recepimento, A. Mazzoni, *Impresa di assicurazione e ordinamento comunitario*, in P. Verruccoli, *La nozione di impresa nell'ordinamento comunitario*, Milano 1977.

alla copertura del margine di solvibilità, all'obbligo della motivazione del diniego dell'autorizzazione e al diritto di ricorrere all'autorità giudiziaria avverso tale diniego. Le scarse norme riguardanti l'operatività transfrontaliera delle imprese vengono soppiantate da una compiuta regolamentazione del fenomeno, secondo gli auspici del legislatore comunitario, ispirata, quanto alle imprese residenti in Stati membri, al sistema della cooperazione tra le autorità di vigilanza interessate.

Lo stesso approccio misto viene seguito nella regolamentazione delle riserve e degli altri aspetti legati alla solvibilità dell'impresa. Riguardo alle prime viene ribadito l'obbligo della costituzione della riserva dei premi per i rischi in corso alla fine di ogni esercizio e quella sinistri, secondo i principi e le regole di calcolo del testo unico, ma allo stesso tempo viene dettata un'autonoma regolamentazione delle attività ammesse alla copertura delle riserve in questione, in precedenza ricavata mediante il rinvio alle norme sulla copertura della riserva matematica, che comprende anche la tenuta di un'apposita scrittura contabile nella quale annotare i movimenti in entrata e in uscita. In attuazione della direttiva, e secondo le regole in essa contenute, è imposto l'obbligo della costituzione del margine di solvibilità e della quota di garanzia, della quale vengono fissati gli importi minimi.

La vigilanza sull'applicazione della legge spetta al Ministero dell'industria, del commercio e dell'artigianato, ma è espressamente previsto che debba essere esercitata attraverso la Direzione generale delle assicurazioni private e di interesse collettivo. I poteri ministeriali riguardano le diverse forme nelle quali la vigilanza può manifestarsi: dall'emanazione di provvedimenti di carattere generale, come ad es. quello di determinare i limiti entro i quali i titoli azionari emessi da società quotate possono essere ammessi a copertura delle riserve tecniche, a quelli informativi e ispettivi, prevalentemente disciplinati mediante il rinvio alle corrispondenti norme del testo unico. Vengono inoltre introdotte alcune regole generali riguardanti la collaborazione tra autorità di vigilanza attraverso lo scambio di informazioni e di dati, accanto a specifici obblighi in materia di operatività transfrontaliera delle imprese e l'autorizzazione a concludere accordi di cooperazione con le corrispondenti autorità di altri Stati membri. Per dare maggiore incisività all'azione di vigilanza, viene incremen-

tato l'organico del ruolo tecnico ispettivo, al quale sono esplicitamente attribuiti i compiti del controllo della gestione delle imprese assicuratrici, della verifica dei bilanci, dell'acquisizione dei dati per la valutazione della congruità delle tariffe, dell'osservanza delle prescrizioni contenute nel decreto di autorizzazione e ogni altra indagine necessaria ai fini dell'attuazione degli adempimenti prescritti dalle leggi sulle assicurazioni private.

7. *Le nuove regole sul bilancio delle imprese di assicurazione. La composizione delle riserve tecniche*

Sempre nel 1978 vengono approvati i nuovi modelli di bilancio degli enti e imprese di assicurazione (d.p.r. 14 dicembre 1978), la cui regolamentazione generale risaliva al r.d. 20 dicembre 1928, n. 2878. In estrema sintesi, alle società di assicurazione, di riassicurazione e di capitalizzazione viene richiesto sia di redigere il bilancio in conformità ai modelli indicati dal decreto (che sono diversificati a seconda del tipo di gestione) sia di allegare al bilancio una serie di documenti ulteriori rispetto a quelli previsti in generale e contenenti informazioni su diversi aspetti della gestione assicurativa[51]. È inoltre confermato l'obbligo per le imprese operanti nel ramo danni di comunicare al Ministero il prospetto relativo al calcolo del margine di solvibilità previsto dalla l. n. 295/1978, il cui modello è adottato con il d.m. 9 ottobre 1978.

Merita di essere ricordato, per l'importanza al fine della gestione delle riserve e quindi dell'impresa, anche il decreto del ministro dell'Industria, del commercio e dell'artigianato del 17 di-

[51] Questo modello di bilancio, pur rappresentando una notevole evoluzione in confronto a quello eccessivamente frammentario rispetto all'unicità della gestione del 1928, non è stato giudicato del tutto positivamente in quanto l'eccessivo dettaglio delle voci e delle sottovoci non avrebbe «talvolta giovato alla chiarezza, all'univocità ed intellegibilità dei contenuti, anche per l'assenza di rigorosi criteri di uniformità», conducendo al paradosso di «una mancanza di chiarezza per eccesso di analisi, contrariamente alla precedente normativa che non permetteva di evidenziare in maniera chiara la situazione dell'impresa per difetto di analisi nell'esposizione delle voci», A. De Pascalis, *Il bilancio dell'impresa di assicurazione*, in M. Vincenzini (a cura di), *Manuale di gestione assicurativa. Intermediazione, finanza e produzione*, Padova 1999, pp. 54 ss.

cembre 1979 con il quale vengono determinate le quote massime e minime della riserva premi e della riserva sinistri dei rami danni che le imprese possono investire in ciascuna delle categorie di attività utilizzabili per la relativa copertura. Le norme ministeriali impongono alle imprese una composizione rigida delle riserve, fissando l'importo massimo e minimo secondo un criterio percentuale fisso, nel quale, accanto agli immobili, hanno un ruolo centrale i titoli a reddito fisso emessi o garantiti dallo Stato o da altri enti pubblici. Oltre ai limiti massimi, è previsto che almeno il 10% delle riserve debba essere impiegato in titoli emessi dalla Cassa depositi e prestiti e da altri istituti autorizzati a esercitare il credito fondiario per il finanziamento dell'edilizia economica e popolare, inclusa l'edilizia convenzionata. Com'è facile constatare, nella determinazione delle percentuali, come già accaduto al momento della scelta del tipo di attività, gli obiettivi di carattere prudenziale non sono i soli a essere stati presi in considerazione[52].

Nel caso di superamento delle percentuali, non è possibile considerare l'eccedenza ai fini della copertura delle riserve, e l'impresa deve quindi reintegrare la differenza entro tre mesi dall'approvazione del bilancio relativo all'esercizio nel quale si è verificata l'inosservanza e, sempre in questo termine, deve provvedere al raggiungimento della soglia minima di investimento in titoli emessi dalla Cassa depositi e prestiti e dagli istituti di credito fondiario per le finalità di cui abbiamo detto.

8. *L'istituzione dell'albo degli agenti di assicurazione*

Sebbene non fossero mancate norme in materia, la regolamentazione dell'attività di intermediazione assicurativa in senso stretto era rimasta tutto sommato estranea alla precedente legislazione. A questo stato di cose pone fine la legge 7 febbraio 1979, n. 48, attraverso l'istituzione, presso il Ministero dell'indu-

[52] In campo bancario è possibile rinvenire analoghi esempi di utilizzo in funzione di politica allocativa di istituti caratterizzati da una finalità primaria di carattere prudenziale. Per un esempio, relativo alla riserva speciale di liquidità delle casse di risparmio, cfr. *supra* Parte I, cap. V, par. 1, in fine.

stria, del commercio e dell'artigianato, dell'Albo nazionale degli agenti di assicurazione, l'iscrizione al quale diventa condizione per l'esercizio della professione di agente di assicurazione.

L'albo, la cui tenuta viene affidata alla Direzione generale delle assicurazioni private e di interesse collettivo, è articolato in due sezioni nelle quali possono iscriversi rispettivamente gli agenti ai quali è stato conferito un incarico da parte di imprese autorizzate, sia pure con gestione a loro rischio e spese, e gli agenti privi di incarico, o ai quali l'incarico è stato revocato. Non possono essere iscritti i mediatori di assicurazione o riassicurazione, gli enti pubblici e i loro dipendenti, ai quali è conseguementente precluso l'esercizio diretto o indiretto dell'attività di agente di assicurazione. L'ammissione all'albo viene subordinata alla verifica di requisiti di onorabilità e professionalità, questi ultimi da accertare attraverso una prova di idoneità ovvero con il possesso di titoli equipollenti, essenzialmente rappresentati dallo svolgimento di un predeterminato periodo di pratica professionale nel settore assicurativo. La legge consente l'esercizio dell'attività di agenzia anche per mezzo di società, ma in questo caso devono essere iscritti all'albo il legale rappresentante della società e coloro che siano stati delegati dalla società allo svolgimento dell'attività di agente di assicurazione.

La legge impone all'impresa che ha conferito l'incarico l'obbligo di comunicare al Ministero e alla camera di commercio le generalità dell'agente, le condizioni di esercizio e le successive variazioni di queste informazioni. In particolare, nel caso di risoluzione del contratto di agenzia, l'impresa proponente deve comunicarne la causa. Quest'ultima informazione ha un rilievo centrale ai fini dell'accertamento della continuità professionale poiché è prevista la cancellazione d'ufficio dell'agente che, essendo stato revocato dall'incarico, non ne abbia ricevuti altri entro cinque anni.

Nello svolgimento dei propri compiti in materia il Ministero è coadiuvato da una *Commissione per l'albo degli agenti di assicurazione*, con il compito di promuovere, istruire e deliberare i procedimenti disciplinari sottoponendo al Ministero gli atti motivati per la ratifica dei provvedimenti da adottare. La Commissione, i cui membri provengono in parte dallo stesso Ministero e in parte rappresentano gli agenti e le compagnie, è considera-

ta organo consultivo del Ministero dell'industria, del commercio e dell'artigianato per tutte le altre questioni concernenti la formazione e la tenuta dell'albo. È inoltre prevista l'istituzione presso ogni camera di commercio, industria, artigianato e agricoltura di una Commissione per l'albo degli agenti di assicurazione, anch'essa a composizione mista. Alla Commissione nazionale e alle Commissioni provinciali viene in sostanza affidata la supervisione dell'albo e dell'attività degli iscritti, essendo di loro competenza la custodia dell'albo, il potere disciplinare, che forma oggetto di un'analitica regolamentazione, il controllo sull'etica professionale degli iscritti e sul corretto esercizio dell'attività agenziale e la promozione della qualificazione e dell'aggiornamento professionale degli agenti.

9. *La regolamentazione comunitaria di particolari forme di assicurazione: l'assicurazione della responsabilità civile derivante dalla circolazione di veicoli; l'assicurazione dei crediti all'esportazione*

Oltre che della regolamentazione generale dell'attività assicurativa, fin dall'inizio degli anni Settanta il legislatore comunitario inizia a occuparsi di quei particolari settori del mercato la cui disciplina avrebbe potuto incidere sui principi e le finalità che avevano formato oggetto del Trattato di Roma.

Tra questi un notevole rilievo ha la materia dell'assicurazione obbligatoria della responsabilità civile connessa alla circolazione di veicoli, che forma oggetto di uno dei primi interventi in materia assicurativa attraverso la dir. 72/166/CEE del 24 aprile 1972, concernente il ravvicinamento delle legislazioni degli Stati membri in materia di assicurazione della responsabilità civile risultante dalla circolazione di autoveicoli e di controllo dell'obbligo di assicurare tale responsabilità. A determinare l'intervento del legislatore comunitario è in questo caso il rischio che le disparità delle legislazioni nazionali in materia, rendendo necessari controlli alle frontiere volti ad accertare l'esistenza di una forma equivalente di assicurazione della responsabilità civile, potesse limitare la libertà di circolazione delle persone e, quindi, la creazione del mercato comune. La soluzione viene individuata nell'imposizione a tutti gli Stati membri dell'obbligo di adottare le misure

necessarie affinché sia coperta da assicurazione la responsabilità civile connessa alla circolazione dei veicoli abitualmente stazionanti nel proprio territorio, e nella predisposizione di un accordo tra Uffici nazionali di assicurazione – cioè le organizzazioni professionali delle imprese di assicurazione autorizzate in uno Stato a esercitare il ramo responsabilità civile autoveicoli – recante l'impegno da parte di ciascun ufficio a risarcire i danni cagionati nel proprio territorio di competenza da parte di veicoli stazionanti abitualmente nel territorio di un altro Stato membro, indipendentemente dal fatto che questo fosse assicurato. Per i veicoli provenienti da Stati terzi viene invece confermato il diritto degli Stati membri di ammettere alla circolazione nel proprio territorio i soli veicoli assicurati in modo da garantire una tutela equivalente a quella prevista dalle norme in materia di assicurazione obbligatoria della responsabilità civile vigenti nei paesi comunitari.

Secondo quanto auspicato dalla direttiva, il 12 dicembre 1973 viene conclusa la *Convenzione supplementare di Parigi*, con la quale gli Uffici nazionali di assicurazione concordano che, nel caso in cui un veicolo avente stazionamento abituale in uno Stato membro venga posto in circolazione nel territorio di un altro Stato membro essendo soggetto all'obbligo dell'assicurazione della responsabilità civile vigente in tale altro territorio, il proprietario e i soggetti ad esso equiparati possono essere considerati assicurati ai sensi della convenzione tipo tra Uffici nazionali di assicurazione e come titolari di un valido certificato di assicurazione emesso dall'Ufficio nazionale di assicurazione indicato per il territorio di abituale stazionamento del veicolo, indipendentemente dal fatto che gli stessi siano o meno effettivamente titolari di tale certificato in stato di validità. Pertanto, la prima decisione della Commissione del 6 febbraio 1974, n. 166 relativa all'applicazione della dir. 72/166/CEE del Consiglio del 24 aprile 1972 può già stabilire che ogni Stato membro si astiene dall'effettuare un controllo dell'assicurazione di responsabilità civile risultante dalla circolazione di autoveicoli abitualmente stazionanti nel territorio europeo di un altro Stato membro.

Anche la materia dell'assicurazione dei crediti alle esportazioni è oggetto di diversi interventi, a partire dalla dir. 70/509/CEE del 27 ottobre 1970 riguardante l'adozione di una polizza comune di assicurazione crediti per le operazioni a medio e a lungo

termine su acquirenti pubblici. La direttiva, nata dalla strumentalità dell'armonizzazione dei vari sistemi d'assicurazione crediti all'esportazione in essere rispetto alla cooperazione fra imprese residenti in diversi Stati membri, si propone il più limitato obiettivo di dettare una regolamentazione comune delle garanzie dei rischi di medio e lungo termine per operazioni concluse con acquirenti pubblici, per il peso di questo tipo di crediti sul totale delle operazioni garantite. A questo scopo, la direttiva predispone una polizza comune di assicurazione crediti per le operazioni a medio e a lungo termine su acquirenti pubblici, alla quale devono conformarsi gli enti operanti per conto dello Stato. È inoltre prevista l'istituzione, presso la Commissione, di un Comitato consultivo dell'assicurazione crediti all'esportazione, competente per qualsiasi problema relativo all'applicazione uniforme della direttiva. Nel rispetto dei medesimi principi la dir. 70/510/CEE dello stesso 27 ottobre 1970 regola il contenuto della polizza che deve essere seguita nell'assicurazione dei crediti per le operazioni di medio e lungo termine su acquirenti privati.

Pressoché contestualmente viene adottata la dir. 71/86/CEE del 1° febbraio 1971 relativa all'armonizzazione delle disposizioni essenziali in materia di garanzia delle operazioni a breve termine (rischio politico) sia su acquirenti pubblici che su acquirenti privati. Questo provvedimento nasce dalla constatazione dei rischi ai quali l'intervento pubblico nel settore delle assicurazioni dei crediti alle esportazioni può condurre sul piano della concorrenza, da cui il legislatore comunitario fa derivare l'utilità di procedere a una prima armonizzazione della materia attraverso la predisposizione di una polizza comune, limitatamente al rischio politico. Anche in questo caso viene richiesto agli Stati membri di esigere dagli enti che per loro conto assicurano i crediti alle esportazioni di conformarsi allo schema di polizza allegato alla direttiva.

In seguito vengono apportate alcune modifiche alla procedura di consultazione in materia di assicurazione crediti, garanzie e crediti finanziari nata nel 1960 con l'istituzione del Gruppo di coordinamento di cui abbiamo detto in precedenza. La decisione del Consiglio 73/391/CEE del 3 dicembre 1973 definisce i motivi di consultazione, cioè i casi nei quali la procedura deve essere avviata, gli aspetti di carattere procedurale, consistenti nello scambio di informazioni riguardanti l'operazione, le iniziative

che possono essere assunte dagli Stati membri consultati e dalla Commissione, quali ad es. la richiesta di informazioni supplementari o la formulazione di osservazioni o di pareri sfavorevoli, i relativi termini, oltre ai poteri dello Stato membro consultante e, in particolare, i casi nei quali può decidere senza attendere gli esiti della consultazione.

10. *La disciplina di particolari forme di assicurazione in Italia: le modifiche alla legge sulla responsabilità civile connessa alla circolazione di veicoli*

Anche il legislatore italiano interviene più volte nel corso degli anni Settanta sulla regolamentazione delle particolari forme assicurative di cui abbiamo parlato. In materia di assicurazione obbligatoria della responsabilità civile, già con il d.l. 23 dicembre 1976, n. 857[53], vengono apportate alcune importanti modifiche alla l. n. 990/1969, tra cui l'estensione dell'oggetto della copertura per ricomprendervi la responsabilità per i danni causati alle persone trasportate a prescindere dal titolo del trasporto e quelli causati a terzi non trasportati nel caso di circolazione avvenuta contro la volontà del proprietario, l'esplicita formulazione di regole riguardanti la valutazione dei caricamenti ai fini del computo del premio, con la previsione di un massimo e di un minimo da determinarsi a cura del ministro per l'Industria, il commercio e l'artigianato e l'inopponibilità al danneggiato di eccezioni derivanti dal contratto per l'intero massimale di polizza. Vengono inoltre chiariti alcuni aspetti legati alla procedura per il risarcimento del danno, come ad es. la rilevanza, ai fini del termine prima del quale non è possibile intraprendere l'azione di risarcimento, anche della lettera inviata per conoscenza all'assicuratore.

Il d.l. n. 857/1976 innova anche la regolamentazione del rischio cliente, mediante la previsione dell'obbligo delle imprese di rilasciare al contraente un'attestazione indicante la classe di meri-

[53] Per una ricostruzione della c.d. «Miniriforma dell'assicurazione obbligatoria», A. Jorio, *Impresa di assicurazione: I) Diritto commerciale*, in *Enc. Giur. Treccani* cit. (1988), p. 3.

to di provenienza e di assegnazione e di quello del cliente di esibirla nel caso di stipula di un nuovo contratto per lo stesso veicolo, dei modi di accertamento del sinistro, con l'introduzione del modulo di denuncia standardizzato, e della liquidazione del danno, attraverso l'obbligo delle imprese di comunicare al danneggiato la somma offerta per il risarcimento e quello di procedere alla liquidazione della stessa entro un breve termine. Viene ulteriormente specializzata la regolamentazione dell'operatività delle imprese operanti nel ramo dell'assicurazione obbligatoria della responsabilità civile, con l'obbligo di redigere un rendiconto annuale della relativa gestione, modificando le regole sulle attività ammesse a copertura della riserva premi e della riserva sinistri e quelle sulla liquidazione coatta, nella prospettiva della massima tutela dei danneggiati.

11. *Le disposizioni in materia di assicurazione dei crediti alle esportazioni: l'istituzione della SACE*

Con la legge 24 maggio 1977, n. 227[54], anche in materia di assicurazione dei crediti alle esportazioni viene avviato un processo di riforma. Oltre a istituire nell'ambito del CIPE il Comitato interministeriale per la politica economica estera (CIPES), con la funzione di definire e coordinare, tra l'altro, le linee generali delle assicurazioni e dei crediti all'esportazione, la legge prevede la costituzione presso l'INA della Sezione speciale per l'Assicurazione del credito all'esportazione (SACE), con personalità giuridica di diritto pubblico e autonomia patrimoniale e di gestione e con la funzione di assumere, con garanzia dello Stato, in assicurazione e in riassicurazione i rischi di carattere politico, catastrofico, economico, commerciale e di cambio ai quali fossero esposti gli operatori nazionali nella loro attività con l'estero e che erano stati fino ad allora assunti dall'INA in prima persona. La SACE subentra quindi nell'operatività e in tutti i rapporti giuridici facen-

[54] Sulla c.d. «legge Ossola»: A. Polotti di Zumaglia, *Assicurazioni contro i danni (i singoli rami): XIII Assicurazione del credito all'esportazione*, in *Digesto Disc. Priv. Sez. Comm.*, Torino 1987, pp. 457 ss.

ti capo alla gestione che l'INA operava per conto dello Stato ai sensi delle leggi n. 955/1953, n. 635/1961 e n. 131/1967, ivi comprese le disponibilità esistenti nel fondo autonomo presso il Mediocredito centrale previsto dalla l. n. 131/1967, che vengono fatte confluire nel fondo di dotazione della sezione.

Per la propria attività la SACE deve utilizzare il fondo di dotazione, i mezzi derivanti dalla riscossione dei premi e gli introiti derivanti da recuperi, oltre alle riserve. Gli oneri per lo Stato sono fatti gravare su un'apposito capitolo dello stato di previsione della spesa del Ministero del tesoro, che viene espressamente surrogato nei diritti dei creditori verso il debitore in conseguenza dell'operatività della garanzia statale. I rischi che la SACE può assumere in assicurazione e in riassicurazione e le operazioni in relazione alle quali essi si possono verificare sono tendenzialmente i medesimi previsti dalla legislazione del decennio precedente ma ad essi vengono aggiunte nuove tipologie, ad es. il mancato ammortamento dei costi sostenuti per avviare o ampliare correnti di esportazione, e di attività, come le locazioni finanziarie e i programmi di penetrazione commerciale.

V.
DALL'ISTITUZIONE DELL'ISVAP AL RECEPIMENTO DELLA PRIMA DIRETTIVA IN MATERIA DI ASSICURAZIONE SULLA VITA

1. La regolamentazione dell'attività assicurativa fino alla nascita dell'ISVAP (1982). – 1.1. I provvedimenti di carattere generale. – 1.2. I provvedimenti relativi a specifici settori dell'attività assicurativa: l'assicurazione nei rami crediti e cauzioni; l'assicurazione della responsabilità civile connessa alla circolazione dei veicoli. – 1.3. I provvedimenti comunitari. – 1.4. La riforma della vigilanza sulle assicurazioni: l'istituzione dell'ISVAP. – 2. Il periodo successivo all'istituzione dell'ISVAP (1983-89). – 2.1. L'attività dell'ISVAP e delle altre autorità di vigilanza nel corso degli anni Ottanta. – 2.2. La regolamentazione dell'attività assicurativa in generale. L'attuazione della prima direttiva vita. Le nuove norme per l'esercizio delle assicurazioni private sulla vita: le materie regolate e le condizioni di accesso. – 2.3. Segue: le condizioni di esercizio. La disciplina delle riserve e del margine di solvibilità. – 2.4. La riforma dell'obbligo di cessione dei rischi all'INA. Il frazionamento delle provvigioni di acquisto ecc. – 2.5. Le norme sull'esercizio della vigilanza. Le disposizioni transitorie e le modifiche alle leggi in materia di assicurazione contro i danni. – 2.6. Gli altri provvedimenti in materia assicurativa: l'istituzione dell'albo dei mediatori di assicurazione. – 2.7. L'attuazione della direttiva sulla coassicurazione comunitaria; le limitazioni al risarcimento di particolari tipi di danno; i provvedimenti in materia di assicurazione del credito alle esportazioni. – 2.8. I provvedimenti comunitari in materia assicurativa nella seconda parte degli anni Ottanta: la disciplina dell'assicurazione turistica, dei crediti e della tutela giudiziaria; la seconda direttiva danni. – 2.9. La seconda direttiva in materia di assicurazione della responsabilità civile risultante dalla circolazione di autoveicoli.

1. *La regolamentazione dell'attività assicurativa fino alla nascita dell'ISVAP (1982)*

1.1. *I provvedimenti di carattere generale*

Fino alla riorganizzazione della vigilanza, la produzione normativa in materia di assicurazioni private, pur non essendo mancati interventi di rifinitura della disciplina generale, appare soprattutto rivolta all'adozione dei provvedimenti di carattere regolamentare attuativi delle disposizioni introdotte dalla legge di riforma dell'assicurazione contro i danni.

Nella prima prospettiva possono essere guardate le modifiche portate dalla l. 26 gennaio 1980, n. 13, sia al d.p.r. n. 449/1959, come l'incremento transitorio della percentuale dei depositi presso la Cassa depositi e prestiti e le casse di risparmio ammessi a copertura delle riserve matematiche, sia alla l. n. 295/1978 che chiariscono, ad es., il testo potenzialmente ambiguo della norma che definisce l'ambito soggettivo di applicazione dell'obbligo di liberazione del capitale sociale o del fondo di garanzia nelle percentuali minime indicate dalla stessa legge mediante conferimenti in danaro, ovvero come deve essere adempiuto l'obbligo di inserire nei documenti destinati a essere portati a conoscenza del pubblico i riferimenti all'autorizzazione nel caso di più decreti di autorizzazione.

Nella seconda prospettiva possono essere collocati il d.m. 4 giugno 1980, con il quale viene approvato il modello del prospetto dimostrativo del margine di solvibilità e la circolare del Ministero dell'industria, del commercio e dell'artigianato n. 440 dell'8 maggio 1980 che, in considerazione della definizione legislativa dei rami assicurativi ad opera della l. n. 295/1978, contiene una tavola di raffronto tra le definizioni dei rami danni contenute nella legge e quelle in precedenza utilizzate dalle imprese e che erano state formulate in sede amministrativa ad opera del Ministero. In materia di attività ammesse a copertura delle riserve il decreto del 10 dicembre 1980, emanato dal Ministero dell'industria, del commercio e dell'artigianato di concerto con il Ministero del tesoro consente alle imprese di destinare a copertura della riserva dei premi per rischi in corso e della riserva sinistri titoli azionari emessi da società aventi sede legale nella Comunità economica

europea e definisce le relative condizioni di utilizzabilità, mentre il decreto del ministro dell'Industria, del commercio e dell'artigianato del 10 settembre 1981 impone di investire in beni immobili da destinarsi a uso abitativo per le quote libere da ipoteche la quota minima del 6% degli incrementi della riserva premi per rischi in corso e della riserva sinistri rispetto alla consistenza di tale riserva nell'esercizio successivo.

Con il d.m. 13 aprile 1982 emanato in attuazione della delega contenuta nel d.l. n. 857/1976 viene, infine, definito il piano dei conti delle imprese di assicurazione, con lo scopo di adeguare i valori iscritti nelle singole voci dei modelli e allegati di bilancio approvati con d.p.r. 14 dicembre 1978 ai saldi di chiusura dei corrispondenti conti della contabilità generale.

1.2. *I provvedimenti relativi a specifici settori dell'attività assicurativa: l'assicurazione nei rami crediti e cauzioni; l'assicurazione della responsabilità civile connessa alla circolazione dei veicoli*

Altri provvedimenti riguardano specifici settori dell'assicurazione contro i danni, come per esempio il d.m. 23 maggio 1981, che disciplina la determinazione della riserva premi e della riserva sinistri da parte delle imprese autorizzate a esercitare le assicurazioni nei rami credito e cauzioni.

In materia di assicurazione della responsabilità civile, con il d.p.r. 16 gennaio 1981, n. 45 vengono apportate alcune modifiche al regolamento di esecuzione della l. n. 990/1969 e disciplinati alcuni dei profili sui quali era intervenuto il d.l. n. 857/1976, come per esempio il contenuto e le modalità di rilascio dell'attestazione relativa allo stato del rischio, le modalità di accertamento del danno e della sua liquidazione e la consegna al cliente del modello di denuncia del sinistro.

Alcune innovazioni dipendono dall'evoluzione nella regolamentazione di settori contigui o da esigenze di carattere finanziario. Tra le prime può essere ricordata la sostituzione, tra le attività ammesse a copertura delle riserve premi e rischi in corso corrispondenti alla gestione della responsabilità civile connessa alla circolazione dei veicoli, dei titoli dell'EGAM con quelli ENI, dovuta alla soppressione del primo ente e al trasferimento delle sue attività rispettivamente all'IRI, i cui titoli già rientravano tra

quelli utilizzabili, e all'ENI, i cui titoli non erano invece inclusi nell'elenco di attività che le imprese potevano utilizzare a tale scopo ai sensi del d.l. n. 857/1976. Alla seconda categoria deve ascriversi la l. 7 agosto 1982, n. 526, che impone alle imprese autorizzate all'esercizio delle assicurazioni per la responsabilità civile per i danni causati dalla circolazione dei veicoli di versare annualmente e direttamente allo Stato un contributo da determinarsi in una percentuale del premio incassato per ciascun contratto relativo alle predette assicurazioni, che sostituisce le azioni nei confronti dell'assicuratore e del responsabile che la l. n. 990/1969 aveva riconosciuto alle Regioni e agli altri enti eroganti prestazioni a carico del servizio sanitario nazionale per il rimborso delle prestazioni erogate ai danneggiati dalla circolazione dei veicoli.

1.3. *I provvedimenti comunitari*

Dopo le importanti direttive del decennio precedente, i primissimi anni Ottanta non vedono il legislatore comunitario impegnato nella regolamentazione dell'attività assicurativa in generale. Fa eccezione la dir. 83/349/CEE del 13 giugno 1983 relativa ai conti consolidati con la quale gli Stati membri vengono autorizzati a derogare ad alcune delle previsioni in essa contenute a favore, tra l'altro, delle imprese di assicurazione.

In materia di assicurazione della responsabilità civile derivante dalla circolazione di veicoli, nonostante la formulazione già nel 1980 di una proposta di seconda direttiva con l'obiettivo di ridurre ulteriormente le divergenze nei regimi nazionali, il principale provvedimento del periodo è la raccomandazione della Commissione 81/76/CEE dell'8 gennaio 1981 con la quale gli Stati membri vengono invitati ad adottare le misure utili a facilitare la trasmissione agli interessati dei verbali e degli altri documenti necessari alla liquidazione degli indennizzi dell'assicurazione.

1.4. *La riforma della vigilanza sulle assicurazioni: l'istituzione dell'ISVAP*

Nonostante l'istituzione, alla fine degli anni Sessanta, della Direzione generale delle assicurazioni private e di interesse col-

lettivo e del Ruolo tecnico ispettivo delle assicurazioni private e di interesse collettivo e il subingresso della prima nelle funzioni dell'Ispettorato delle assicurazioni private, le linee di fondo della vigilanza sulle assicurazioni private non avevano subito troppe modifiche da quando essa era stata affidata al Ministero dell'industria e del commercio dalla legge del 1926. Da tempo viene però avvertita l'urgenza di una riforma, sia per l'insufficienza dell'organico della Direzione generale, che all'inizio degli anni Ottanta vigila su più di duecento enti assicuratori con pochissimi funzionari, sia per la necessità di svincolare il funzionamento dell'organo di controllo dalla burocraticità che inevitabilmente caratterizzava l'azione del Ministero. La soluzione preferibile appare quella di creare un soggetto *ad hoc*, secondo il modello dell'Agenzia dotata di autonoma personalità giuridica, ma la proposta di un nuovo organo di vigilanza viene avversata sul piano politico da chi ritiene che in questo modo sarebbe stato ulteriormente accentuato il processo di moltiplicazione degli enti pubblici. Le possibili alternative presentavano a loro volta aspetti critici: quella di utilizzare l'INA, secondo un processo che avrebbe avuto qualche analogia con quanto accaduto alla Banca d'Italia nell'ambito della vigilanza bancaria, avrebbe precluso all'istituto di continuare a operare sul mercato in regime di concorrenza con le imprese di assicurazione, mentre l'attribuzione delle funzioni di controllo alla Banca d'Italia o alla CONSOB avrebbe rischiato di compromettere l'idea del controllo fondato sull'attività svolta dagli intermediari[55].

Comunque sia, con la l. 12 agosto 1982, n. 576, è attuata l'attesa riforma della vigilanza sugli intermediari assicurativi, fondata sull'idea dell'autorità indipendente. La legge ridefinisce innan-

[55] Il processo che conduce alla costituzione dell'ISVAP viene ricostruito da G. Sangiorgio, *Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e di interesse collettivo*, in *Enc. Giur. Treccani*, Roma 1995, p. 1. Altri riferimenti possono trovarsi in A.R. De Pascalis, *L'attività di vigilanza sulle imprese di assicurazione*, in Vincenzini (a cura di), *Manuale di gestione assicurativa* cit., pp. 214 ss.; Assicurazioni Generali, *L'assicurazione sulla vita* cit., pp. 338 s.; E. Bottiglieri, *Commento degli articoli da 1 a 6*, in *Commento alla legge 12 agosto 1982, n. 576 e d.p.r. 4 marzo 1983, n. 315*, in «Le Nuove Leggi Civ. Comm.», 1987, pp. 294 ss.; C. Franchini, *Le autorità amministrative indipendenti*, in «Riv. Trim. Dir. Pubbl.», 1988, pp. 550 ss.

zitutto il quadro dei soggetti coinvolti nella vigilanza in materia, fino ad allora incentrata sul Ministero dell'industria, del commercio e dell'artigianato, e delle relative funzioni. Al Comitato interministeriale per la programmazione economica viene affidata la formulazione degli indirizzi della politica assicurativa e la verifica della loro attuazione, mentre al ministro dell'Industria, del commercio e dell'artigianato la determinazione dell'indirizzo amministrativo nel settore delle assicurazioni private e di interesse collettivo, l'emanazione delle direttive necessarie per l'esercizio dei poteri attribuiti all'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e di interesse collettivo, e la vigilanza su di esso, oltre al potere di adottare i provvedimenti previsti dalla legge.

Viene contestualmente prevista la costituzione dell'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e di interesse collettivo (ISVAP), con personalità giuridica di diritto pubblico e il compito di svolgere le funzioni di vigilanza previste dal testo unico del 1959 e dagli altri provvedimenti in materia nei confronti sia delle imprese private che dell'INA. All'ISVAP vengono, in generale, affidati il controllo sulla gestione tecnica, finanziaria e patrimoniale, l'esame e la verifica dei bilanci, la vigilanza sull'osservanza delle leggi e dei regolamenti vigenti da parte degli operatori del mercato assicurativo, compresi gli agenti e i mediatori di assicurazione e riassicurazione, oltre a compiti di carattere statistico, consultivo e istruttorio in relazione ai provvedimenti del ministro e altre attività strumentali. Le funzioni non espressamente attribuite all'ISVAP rimangono in carico alla Direzione generale delle assicurazioni private e di interesse collettivo operante presso il Ministero dell'industria, del commercio e dell'artigianato, che completa il quadro dei soggetti coinvolti nell'attività di vigilanza[56].

Per lo svolgimento dei propri compiti l'ISVAP viene investito di poteri informativi e ispettivi, oltre a essere riconosciuto

[56] Delle funzioni dell'istituto all'indomani della legge istitutiva trattano P.G. Marchetti, *Natura e funzioni dell'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni*, in «Giur. Comm.», I, 1984, pp. 221 ss.; A. Nigro, *La riforma della vigilanza sulle assicurazioni e la posizione dell'ISVAP*, in «Giur. Comm.», I, 1984, pp. 1040 ss.; G. Minervini, *Le istituzioni per la tutela del pubblico risparmio, l'ISVAP*, in «Giur. Comm.», I, 1985, pp. 760 ss.

il segreto d'ufficio sui dati, le notizie e le informazioni acquisite dall'istituto nei confronti delle pubbliche amministrazioni, a eccezione del Ministero dell'industria, del commercio e dell'artigianato. All'ISVAP viene inoltre attribuito il potere di proporre lo scioglimento degli organi di amministrazione e controllo delle società vigilate per irregolarità nella gestione e quello di nominare i commissari straordinari e di istruire il provvedimento di autorizzazione delle fusioni tra società esercenti l'attività assicurativa.

Agli organi di direzione dell'istituto sono riconosciute garanzie di indipendenza e, più in generale, la legge istitutiva si fa carico di regolare gli aspetti più delicati dell'organizzazione e del funzionamento dell'ente. Tra questi merita di essere segnalata l'esplicita individuazione delle unità operative e delle competenze del Servizio ispettivo nell'ambito del quale è prevista l'istituzione di un'apposita sezione con il compito di raccogliere i reclami presentati dagli interessati nei confronti degli enti e delle imprese soggetti alla vigilanza, di svolgere ogni attività utile ad agevolare la sollecita ed esatta esecuzione dei contratti da parte degli enti e delle imprese soggetti alla vigilanza e di segnalare i casi più gravi e ricorrenti di inadempienza. Agli ispettori, qualificati come pubblici ufficiali nell'esercizio delle loro funzioni, viene imposto l'obbligo di riferire tutte le irregolarità constatate, anche se costituenti reato perseguibile d'ufficio, esclusivamente al presidente dell'ISVAP.

Con il d.p.r. 4 marzo 1983, n. 315 il legislatore provvede alla conseguente riorganizzazione della Direzione generale delle assicurazioni private e di interesse collettivo. A questa viene affidata la predisposizione degli studi e degli atti necessari per la determinazione dell'indirizzo amministrativo nel settore delle assicurazioni private e di interesse collettivo e per l'emanazione delle direttive per l'esercizio dei poteri attribuiti all'ISVAP, l'elaborazione della relazione annuale sullo stato della politica assicurativa, la preparazione dei provvedimenti e di tutti gli atti necessari per l'esercizio delle attribuzioni demandate in materia assicurativa al ministro dell'Industria, del commercio e dell'artigianato, le attività necessarie per l'esercizio della vigilanza sull'ISVAP, la cura della tenuta degli albi degli agenti e dei mediatori nel settore delle assicurazioni e, come abbiamo già visto, tutte le funzio-

ni già da essa esercitate e che non fossero state espressamente attribuite all'ISVAP dalla legge istitutiva. Lo stesso provvedimento sopprime il ruolo tecnico ispettivo delle assicurazioni private e di interesse collettivo e istituisce il ruolo delle assicurazioni private e di interesse collettivo.

2. *Il periodo successivo all'istituzione dell'ISVAP (1983-89)*

2.1. *L'attività dell'ISVAP e delle altre autorità di vigilanza nel corso degli anni Ottanta*

Subito dopo il riassetto della vigilanza, l'ISVAP e il Ministero sono impegnati in un'intensa attività di produzione normativa riguardante tanto l'impresa di assicurazione quanto le modalità di prestazione dei servizi assicurativi. Nonostante l'eterogeneità delle materie regolate anche all'interno dei singoli atti, e il rilevante numero dei provvedimenti – fra il 1983 e il 1989 il solo ISVAP ne emana oltre cento –, è possibile tentare di ricostruire le principali aree di interesse degli organi di controllo nei primi dieci anni di funzionamento nei termini che seguono.

Riguardo all'impresa, la maggiore attenzione viene dedicata alla regolamentazione del bilancio, alle riserve e al margine di solvibilità. Alla prima materia possono essere ricondotti i provvedimenti con i quali sono disciplinati gli obblighi informativi aventi per oggetto il bilancio e i suoi allegati (ISVAP, Circ. n. 15 del 13 giugno 1984 e n. 59 del 30 ottobre 1986), i problemi connessi all'attività di revisione (ISVAP, Circ. n. 8 del 9 aprile 1984, n. 26 del 18 aprile 1985, n. 50 del 27 marzo 1986, n. 72 del 28 aprile 1987), la predisposizione dei modelli di allegati, riguardanti in particolare lo stato delle attività a copertura delle riserve tecniche (dd.mm. 10 maggio 1989) e affrontati particolari problemi connessi ai principi e criteri di redazione (ISVAP, Circ. n. 25 del 20 marzo 1985, n. 75 del 3 giugno 1987, n. 113 del 20 marzo 1989). Quanto alle riserve, sono regolati i criteri di calcolo (ISVAP, Circ. n. 75 del 3 giugno 1987) e la loro composizione sia in generale (d.m. 15 luglio 1988, d.m. 6 settembre 1988, ISVAP Circ. n. 92 del 23 febbraio 1988) che riguardo a specifici rischi (d.m. 15 giugno 1984, d.m. 2 luglio 1987), nonché il registro delle attività

ammesse a copertura (ISVAP, Circ. n. 18 del 30 luglio 1984). In relazione, infine, al margine di solvibilità sono specificate le condizioni in presenza delle quali è possibile prendere in considerazione particolari voci di bilancio (ISVAP, Circ. n. 55 del 8 luglio 1986), definiti criteri per la determinazione degli elementi impliciti (d.m. 8 giugno 1988) e predisposti i modelli di prospetto dimostrativo del margine (dd.mm. 2 giugno 1988).

Altri provvedimenti di questo periodo riguardanti l'impresa di assicurazione come tale sono quelli con i quali viene meglio precisato l'oggetto dell'attività assicurativa (ISVAP, Circ. n. 110 del 27 febbraio 1989), anche in funzione del divieto di cumulo tra attività assicurativa nei settori vita e danni (ISVAP, Circ. n. 76 del 9 giugno 1987) e definiti gli obblighi informativi riguardanti le partecipazioni rilevanti (ISVAP, Circ. n. 4 del 29 dicembre 1983, n. 74 del 2 giugno 1987), nonché sull'esistenza e la natura dei rapporti patrimoniali all'interno del gruppo (ISVAP, Circ. n. 78 del 23 giugno 1987).

Come dicevamo, le autorità di vigilanza si occupano anche delle modalità di svolgimento dei servizi assicurativi e, quindi, degli obblighi di comportamento delle imprese nei confronti della loro clientela, effettiva o potenziale, e dei soggetti danneggiati o aventi diritto alla prestazione. Vari provvedimenti sono dedicati alle polizze di assicurazione sulla vita indicizzate o rivalutabili, per la necessità di fornire alla clientela un'adeguata informativa in ordine al rendimento effettivamente riconosciuto all'assicurato (ISVAP, Circ. n. 13 del 30 maggio 1984), per controllare la comunicazione pubblicitaria riguardante questi prodotti (ISVAP, Circ. n. 60 del 6 novembre 1986), per irregimentare le modalità di gestione delle attività al cui rendimento la polizza viene collegata (ISVAP, Circ. n. 71 del 26 marzo 1987), per regolamentare, ai fini di equilibrio tecnico, le aliquote del rendimento retrocesse agli assicurati (ISVAP, Circ. n. 86 del 30 ottobre 1987). Al dovere di correttezza nei confronti dei clienti e degli aventi diritto alla prestazione possono essere ricondotti anche i provvedimenti con i quali l'ISVAP richiama le imprese al rispetto dei termini per l'effettiva liquidazione degli indennizzi (ISVAP, Circ. n. 6 del 7 febbraio 1984), ai diritti spettanti all'assicurato nel caso di trasformazione di polizze di assicurazione sulla vita (ISVAP, Circ. n. 106 del 27 dicembre 1988) e nel caso di rinnovo delle polizze

contro il rischio di incendio e di furto dell'auto (ISVAP, Circ. n. 116 del 6 luglio 1989), e quelli riguardanti il rilascio dell'attestazione di rischio (ISVAP, Circ. n. 111 del 8 marzo 1989) o la forma dell'offerta al danneggiato (ISVAP, Circ. n. 34 del 19 agosto 1985) previsti dalle norme in materia di assicurazione della responsabilità civile derivante dalla circolazione di veicoli.

Da ultimo occorre ricordare che in questo periodo comincia ad apparire evidente la contiguità tra l'attività assicurativa nei rami del settore vita e l'attività di intermediazione finanziaria in senso stretto. Già nel corso del 1985 l'ISVAP viene infatti investito dalla CONSOB del problema della legittimità del collocamento di quote di fondi comuni da parte delle imprese di assicurazione, provocando l'emanazione della Circ. n. 52 del 15 maggio 1985 con la quale l'istituto riconosce alle imprese tale facoltà purché il collocamento avvenga in connessione diretta ed esplicita con un prodotto assicurativo, alla quale segue la Circ. n. 61 del 26 novembre 1986 con cui le imprese sono invitate a fornire un'ampia informazione sulle caratteristiche del prodotto assicurativo misto e sulle modalità della distribuzione, allo scopo di consentire la vigilanza sul rispetto del limite della connessione con l'attività assicurativa.

2.2. *La regolamentazione dell'attività assicurativa in generale. L'attuazione della prima direttiva vita. Le nuove norme per l'esercizio delle assicurazioni private sulla vita: le materie regolate e le condizioni di accesso*

Nel corso degli anni Ottanta ha finalmente attuazione, con la l. 22 ottobre 1986, n. 742, la prima direttiva in materia di assicurazione sulla vita. Il lungo periodo di gestazione sembrerebbe da ricondurre alle resistenze delle imprese nei confronti di alcune regole quali, in particolare, la definitiva attuazione del divieto del cumulo dell'assicurazione sulla vita e di quella contro i danni, previsto dalla direttiva per garantire una soluzione uniforme a un problema che in altri Stati aveva avuto una risposta più rigida di quella offerta dal legislatore italiano, e l'imposizione dell'obbligo di disporre di un adeguato margine di solvibilità costituito da elementi patrimonali liberi da impegni. Il provvedimento, pur costituendo dal punto di vista sostanziale un autonomo corpo norma-

tivo, è inserito formalmente nel quadro generale del testo unico del 1959 che, sia pure con molte modificazioni e ormai svuotato di gran parte del suo contenuto, viene mantenuto in vigore.

La l. 742/1986 si propone di regolare i soggetti che esercitano uno dei rami del settore vita, ovvero che assumano, in corrispettivo dei contributi riscossi, l'obbligo di corrispondere capitali o rendite con convenzione relativa alla durata della vita dei propri iscritti. Dal punto di vista letterale l'elenco delle attività rientranti nel settore vita corrisponde solo in parte a quello della direttiva, e manca altresì la distinzione tra le attività di assicurazione e le *operazioni* che il legislatore comunitario aveva fatto rientrare nell'ambito di applicazione del provvedimento. Alle definizioni comunitarie è inoltre data una lettura non troppo rigida, come risulta ad es. dall'inclusione tra le attività in questione della gestione di fondi collettivi «costituiti per l'erogazione di prestazioni in caso di morte, in caso di vita o in caso di cessazione o riduzione dell'attività lavorativa», laddove è previsto che nell'ambito di applicazione della direttiva rientri la «gestione dei fondi collettivi di pensione» da parte delle imprese di assicurazione o in qualità di gestori delle riserve istituite dagli enti obbligati a eseguire la prestazione in caso di morte ecc., ovvero quale attività complementare all'esistenza di una garanzia assicurativa riguardante la conservazione del capitale o il pagamento di un interesse minimo.

Dopo aver individuato i soggetti esclusi dal proprio ambito di applicazione, quelli che vi rientravano a determinate condizioni (quali le mutue di assicurazione) e aver confermato l'autorizzazione all'Istituto nazionale delle assicurazioni, la legge disciplina il procedimento di autorizzazione, che coinvolge il Ministero dell'industria, del commercio e dell'artigianato, competente per l'autorizzazione vera e propria, l'ISVAP, con il compito di istruire la domanda e di esprimere il parere in ordine al programma iniziale d'attività, e la Commissione consultiva per le assicurazioni private prevista dal testo unico del 1959, della quale occorre raccogliere il parere. Le condizioni per l'autorizzazione riproducono in parte le regole del testo unico, per esempio in ordine alla forma societaria ovvero al possesso di un capitale sociale versato non inferiore a determinati importi. Accanto a queste, figurano regole del tutto nuove, riguardanti ad es. i requisiti di professionalità degli esponenti aziendali, ma soprattutto la limi-

tazione dell'oggetto sociale alle sole attività di assicurazione sulla vita, alla relativa riassicurazione, nonché alle attività complementari, anche se, avvalendosi dell'espressa facoltà di deroga riconosciuta dalla dir. 79/267/CEE, viene consentito alle imprese già praticanti il cumulo alla data del 15 marzo 1979 di continuare a esercitare congiuntamente le due forme di assicurazione, con l'obbligo della gestione separata. Il *programma iniziale di attività* deve indicare oltre a informazioni già richieste dal testo unico per le valutazioni in ordine alla gestione prudenziale dell'impresa, altri dati che hanno lo scopo di migliorare il giudizio che l'autorità di vigilanza è chiamata a compiere in ordine alla sostenibilità tecnica dell'attività della nuova impresa, quali i criteri da seguire per la riassicurazione, gli elementi patrimoniali costituenti il capitale sociale, le previsioni relative alle spese di primo impianto, nonché alla situazione di tesoreria, ai mezzi finanziari necessari alla copertura degli impegni e del margine di solvibilità e alle entrate e uscite. Viene confermata la necessità della sottoscrizione dei suddetti elaborati tecnici da parte di un attuario iscritto all'albo, mentre è abolita la possibilità di ricorrere a soggetti con professionalità analoga. Un ultimo gruppo di condizioni è desumibile *a contrario* dalle regole sul diniego dell'autorizzazione. Quest'ultima non può infatti essere concessa alle imprese che non dimostrino di possedere l'effettiva disponibilità dei mezzi necessari per far fronte alle spese di primo impianto, o i cui esponenti aziendali non posseggano determinati requisiti di onorabilità. Analogamente a quanto stabilito dal testo unico, è previsto che con lo stesso decreto di autorizzazione dell'impresa debbano essere autorizzate anche le condizioni di polizza e le tariffe, anche se viene specificato che in relazione a queste l'autorizzazione è concessa sulla base dell'istruttoria eseguita dall'ISVAP e su parere di questa.

Diversa rispetto alle previsioni del testo unico è invece la regolamentazione delle condizioni di accesso delle imprese aventi la propria sede legale in altri Stati. Come abbiamo osservato, la materia è in origine regolata da poche norme che, in definitiva, subordinano l'operatività in Italia delle imprese straniere a una valutazione ministeriale compiuta sulla base del principio di reciprocità e che richiedono in ogni caso un'autorizzazione da rilasciare previa verifica delle stesse condizioni richieste alle impre-

se italiane oltre che di condizioni specifiche, quali l'obbligo della nomina di un rappresentante generale e i requisiti che quest'ultimo deve possedere. La l. n. 742/1986 introduce invece una distinta e articolata regolamentazione delle condizioni di accesso delle imprese straniere, distinguendo quelle richieste alle imprese aventi sede in altri Stati comunitari da quelle applicabili alle imprese con sede legale in Stati estranei alla Comunità europea. Sebbene sia ancora lontano il pieno riconoscimento dell'*home country control* – l'autorizzazione è infatti richiesta anche per le imprese comunitarie che rimangono inoltre obbligate, come quelle non comunitarie, all'istituzione di una sede secondaria e a rispettare i requisiti di autorizzazione in gran parte analoghi a quelli previsti per le imprese italiane –, la legge riconosce un ruolo alla funzione armonizzatrice svolta dalla direttiva a beneficio delle imprese aventi sede in altri Stati comunitari, non essendo imposte pregiudiziali in ordine alla forma giuridica dell'impresa nello Stato membro d'origine ed essendo previsto che la dimostrazione del possesso del margine di solvibilità e della quota di garanzia può essere data attraverso un certificato rilasciato dall'autorità nazionale di vigilanza, il cui parere sul programma iniziale di attività deve essere acquisito ai fini dell'autorizzazione.

2.3. *Segue: le condizioni di esercizio. La disciplina delle riserve e del margine di solvibilità*

Seguendo la struttura della direttiva, vengono quindi regolate le *condizioni di esercizio*, che devono essere rispettate dalle imprese nello svolgimento della propria attività. Tra queste figurano, innanzitutto, le regole che devono essere osservate dalle imprese autorizzate a proseguire il cumulo e in particolare quelle sulla gestione separata, di cui vengono indicate le caratteristiche, rappresentate dalla separazione contabile, dall'adeguatezza del margine di solvibilità per ciascun settore, dalla distinta imputazione dei profitti, delle rendite e delle perdite. Anche la regolamentazione delle *riserve tecniche* presenta caratteri di novità rispetto alla disciplina del testo unico, ma a differenza del divieto di cumulo, risulta estremamente complesso individuare quanto di rivoluzionario vi sia e quanto invece rappresenti la specificazione di regole esistenti, nella regolamentazione primaria e in quella secondaria, ov-

vero il riconoscimento legislativo di *best practices* già da tempo in uso nell'industria assicurativa italiana. Sembra quindi sufficiente ricordare che, diversamente dal testo unico, la cui attenzione era prevalentemente rivolta alla costituzione e alla composizione della riserva matematica, la nuova legge individua i diversi tipi di riserve tecniche che le imprese sono obbligate a tenere accanto alla riserva matematica, estende l'obbligo di costituzione delle riserve a fronte delle operazioni di gestione di fondi collettivi, oltre ad attribuire al ministro dell'Industria, del commercio e dell'artigianato il potere di imporre ulteriori riserve per particolari categorie di operazioni e di contratti e di fissare il livello minimo delle riserve tecniche. L'obbligo di tenuta delle medesime riserve previste per le imprese viene esteso all'Istituto nazionale delle assicurazioni, con la precisazione che esse devono essere calcolate anche a fronte delle quote di rischio delle quali l'istituto è cessionario. A presidio della qualità dei parametri utilizzati per il calcolo viene imposto l'obbligo di allegare al bilancio la documentazione firmata da un attuario attestante i criteri seguiti per la determinazione delle riserve e quello di presentare all'ISVAP, ogni tre anni, un confronto tra le basi tecniche utilizzate e i risultati dell'esperienza diretta, con l'attribuzione al ministro del potere di imporre l'adozione di parametri più adeguati nel caso di gravi dubbi sulla sicurezza del funzionamento tecnico dell'impresa. La disciplina delle attività ammesse a copertura delle riserve è a sua volta oggetto di una profonda revisione, per consentire alle imprese una migliore diversificazione dei propri portafogli, realizzata attraverso la considerevole estensione del tipo di beni a copertura, anche se non vengono abbandonate le tradizionali cautele, quali in particolare la definizione imperativa delle attività utilizzabili e dei relativi limiti percentuali, e l'obbligo della registrazione dei movimenti delle attività a copertura delle riserve all'interno di un apposito registro. Secondo quanto auspicato dalla direttiva, è consentito l'impiego dei crediti verso i riassicuratori, fissando però il limite massimo entro cui il loro valore può essere imputato alla riserva, e vengono resi espliciti l'obbligo della congruenza e della localizzazione rispetto agli impegni.

L'aspetto davvero innovativo in materia di gestione prudenziale dell'impresa è però rappresentato dall'introduzione dell'obbligo di disporre di un margine di solvibilità, consistente in un

quantitativo minimo di attività patrimoniali libere a fronte degli impegni assunti, e di una corrispondente quota di garanzia. La relativa disciplina distingue le regole riguardanti le attività patrimoniali utilizzabili, quelle sulla loro valutazione ai fini del computo del margine e quelle sul calcolo vero e proprio, in relazione alle quali viene offerta una diversa disciplina del calcolo a fronte delle attività costituenti assicurazione sulla vita in senso stretto e di quelle complementari. Segue la definizione della quota di garanzia e l'individuazione degli importi minimi di questa. Nel regolamentare il margine di garanzia a fronte delle attività del ramo vita, la legge segue in modo relativamente pedissequo le indicazioni del legislatore comunitario, anche se deve essere segnalata la scelta di non ammettere tra gli elementi utilizzabili a copertura le plusvalenze latenti risultanti dalla sottovalutazione di elementi dell'attivo e da sopravvalutazione di elementi del passivo diversi dalle riserve matematiche, oltre all'introduzione di una specifica disciplina della valutazione delle attività patrimoniali utilizzabili a copertura del margine di garanzia, che riconosce all'impresa il diritto di derogare, ai sensi dell'art. 2425 c.c. ultimo comma all'epoca vigente, agli ordinari criteri di valutazione, richiedendo però la costituzione di un apposito fondo di integrazione per un importo pari alla differenza tra il valore dei beni secondo i diversi criteri di valutazione e quelli del bilancio dell'esercizio precedente e il rispetto di altre regole di valutazione prudenziale.

A garanzia dell'effettività delle riserve, è previsto che in caso di violazione delle regole in materia alle imprese deve essere chiesto di conformarsi alla legge assegnando loro un termine per provvedere, e che, nel caso in cui l'irregolarità non venga rimossa, il ministro possa vietare all'impresa l'assunzione di nuovi affari. Più articolata è invece la disciplina della violazione dei limiti previsti per il margine di solvibilità. Nel caso di riduzione del margine al di sotto dei minimi previsti, l'ISVAP deve invitare le imprese a presentare un piano di risanamento. Qualora la riduzione sia stata superiore alla quota di garanzia, non solo deve essere presentato un piano di risanamento di breve periodo, ma il ministro può vietare all'impresa di compiere atti di disposizione sui propri beni, vincolandoli a favore degli assicurati. Infine, nei confronti delle imprese autorizzate al cumulo che non rispettino il requisito patrimoniale minimo il ministro, nell'approvare i pia-

ni di risanamento previsti per le due gestioni, può autorizzare il trasferimento degli elementi espliciti eccedenti il margine di solvibilità da una gestione all'altra.

La regolamentazione del funzionamento dell'impresa è completata dalle norme riguardanti la revoca dell'autorizzazione, di cui vengono individuati i presupposti, la procedura e gli effetti, rappresentati, tra l'altro, dall'assoggettamento a liquidazione coatta amministrativa, secondo le regole fissate nel testo unico, nel caso di revoca dell'autorizzazione all'esercizio di tutte le attività.

2.4. *La riforma dell'obbligo di cessione dei rischi all'INA. Il frazionamento delle provvigioni di acquisto ecc.*

Dopo più di sessant'anni dalla sua introduzione ad opera del r.d. n. 966/1923, con la l. n. 742/1986 viene riformato l'obbligo di cessione all'Istituto nazionale delle assicurazioni di una quota parte dei rischi assunti mediante i contratti di assicurazione sulla vita, attraverso la riduzione sia delle percentuali di rischio da cedere sia dei relativi termini, passando a un sistema che prevede la cessione del 30% per i primi cinque anni di esercizio, del 20% per i seguenti cinque anni, e del 10% per gli anni successivi. Vengono inoltre nuovamente regolate le modalità della cessione, con particolare riferimento alla parte di premio che l'impresa cedente può trattenere per far fronte agli oneri di acquisto, incasso e di gestione sostenuti.

La regolamentazione del frazionamento delle provvigioni di acquisto, delle distrazioni di assicurazione sulla vita e delle assicurazioni con effetto differito, è invece confermata mediante il rinvio alle norme del testo unico, e viene espressamente stabilito il divieto di concedere sconti sui premi dovuti, salvo che per le assicurazioni complementari a quelle del ramo vita.

2.5. *Le norme sull'esercizio della vigilanza. Le disposizioni transitorie e le modifiche alle leggi in materia di assicurazione contro i danni*

Il titolo dedicato all'*esercizio della vigilanza* raccoglie la regolamentazione di profili assai eterogenei che, come già accaduto per l'omonimo capo del testo unico, appaiono accomunati so-

prattutto da un coinvolgimento delle autorità di vigilanza piuttosto che da una disciplina sistematica della loro attività. All'interno del titolo vengono infatti disciplinati poteri regolamentari, come quello ministeriale di definire i modelli di bilancio delle imprese di assicurazione e il formato di altri documenti contabili, e alcuni obblighi informativi verso l'autorità, oltre a essere individuati specifici ambiti del controllo pubblico, quale il potere dell'ISVAP di vigilare sui potenziali rischi per la separazione gestionale nel caso di imprese collegate da legami finanziari, commerciali o amministrativi ma operanti nel settore vita e in quello danni. Sono inoltre regolati l'obbligo della revisione e certificazione del bilancio, l'annullabilità dei contratti non regolarmente registrati, gestiti o contabilizzati agli effetti della determinazione della misura delle riserve tecniche e del margine di solvibilità, il trasferimento volontario del portafoglio, la fusione di imprese e la liquidazione coatta amministrativa.

In questo titolo trovano infine sede le norme riguardanti la collaborazione tra autorità di vigilanza nazionali. Al riguardo viene stabilito che l'ISVAP può richiedere alle competenti autorità di vigilanza degli altri Stati membri della Comunità economica europea tutte le informazioni e i dati ritenuti utili nell'esercizio della vigilanza sulle imprese operanti in Italia e fornire a sua volta le informazioni richieste dalle autorità di altri Stati membri, oltre a essere tenuto a esprimere il parere in ordine al programma di attività delle imprese italiane che intendono operare all'estero. Al ministro è riconosciuto il potere di limitare la libera disponibilità delle imprese comunitarie operanti in Italia, su richiesta delle autorità degli altri Stati membri.

La gravità delle conseguenze dell'introduzione del margine di solvibilità per i bilanci delle imprese spinge il legislatore a introdurre una disciplina transitoria relativamente complessa, accanto a norme che hanno l'evidente funzione di consentire una più agevole ristrutturazione del settore mediante la concentrazione delle imprese. Per le imprese che non si adeguano al requisito patrimoniale minimo entro il termine fissato, è infatti previsto l'obbligo di predisporre un piano di risanamento per l'attuazione del quale il ministro può concedere un termine fino a due anni, e l'esonero dall'obbligo di vincolare le attività a copertura delle riserve tecniche previsto dal testo unico per le imprese che si sia-

no già adeguate alle nuove disposizioni riguardanti le riserve e il margine di solvibilità. Alle imprese esercenti l'assicurazione sulla vita che decidano di procedere a una fusione nei tre anni successivi all'entrata in vigore della legge, ovvero a una concentrazione mediante la cessione di portafoglio, vengono riconosciuti una serie di benefici di carattere fiscale, rappresentati dall'applicazione di imposte di registro, ipotecarie e catastali di modestissimo importo, e dall'esonero, sia pure in via transitoria, dei redditi e delle plusvalenze realizzatisi a seguito della fusione e della concentrazione dalla formazione del reddito imponibile del nuovo soggetto. Infine, sono confermate le autorizzazioni già concesse, viene fissato il termine entro cui le imprese esercenti il cumulo devono adeguarsi alle nuove norme sulla gestione separata e stabilito un termine di circa quattro anni per il definitivo adeguamento dell'importo delle riserve tecniche.

Da ultimo, la già notevole complessità del provvedimento viene ulteriormente accresciuta dalla scelta di inserire al suo interno un nutrito gruppo di modifiche alle disposizioni in materia di assicurazione contro i danni contenute sia nella l. n. 295/1978 sia nel d.l. n. 857/1976, ispirate, tra l'altro, dalla necessità di circoscrivere le differenze nella regolamentazione delle attività ammesse a copertura delle riserve.

2.6. *Gli altri provvedimenti in materia assicurativa: l'istituzione dell'albo dei mediatori di assicurazione*

La regolamentazione dell'attività degli intermediari assicurativi, intrapresa con la l. n. 48/1979, viene completata dalla legge 28 novembre 1984, n. 792, istitutiva dell'albo dei mediatori di assicurazione e di riassicurazione[57], cioè le persone fisiche o le società esercenti professionalmente l'attività rivolta a mettere in diretta relazione con imprese di assicurazione o di riassicurazione,

[57] L'evoluzione dello stato giuridico dei mediatori di assicurazione e il rapporto con la figura del broker di assicurazione in senso stretto sono delineati da A. La Torre, *Il broker di assicurazione (in una recente indagine ricostruttiva)*, in «Assicurazioni», I, 2000, pp. 340 ss., oltre che da A. Boglione, *Il broker di assicurazione in Italia e in Inghilterra. Funzioni e responsabilità*, in «Assicurazioni», I, 2000, pp. 22 ss., con particolare riferimento alla giurisprudenza.

in assenza di qualsivoglia vincolo, i soggetti che intendano provvedere alla copertura di rischi usufruendo della collaborazione del mediatore stesso nella redazione dei contratti e nella loro gestione ed esecuzione. L'albo viene incardinato presso la Direzione generale delle assicurazioni private e di interesse collettivo, ed è suddiviso in due sezioni dedicate rispettivamente alle persone fisiche e alle società, con l'obbligo di distinguere all'interno di ciascuna sezione i mediatori di assicurazione e quelli di riassicurazione. È inoltre prevista la creazione, presso lo stesso Ministero dell'industria, del commercio e dell'artigianato, di una Commissione per l'albo dei mediatori di assicurazione e riassicurazione, alla quale sono affidati compiti istruttori e di decisione nell'ambito del procedimento disciplinare, di consulenza nelle questioni concernenti la formazione e la tenuta dell'albo, di controllo sull'etica professionale degli iscritti e più in generale di vigilanza sul corretto esercizio dell'attività di mediatore nonché di promozione dell'aggiornamento professionale.

L'attività di mediatore di assicurazione è, quindi, strutturata come professione protetta mediante l'imposizione del divieto di esercizio da parte di soggetti non iscritti[58]. Per evitare confusione tra le due attività, preservando i caratteri dell'indipendenza che debbono connotare quella del *broker*, viene vietata l'iscrizione nell'albo di agenti o produttori di assicurazione alle imprese di assicurazione, oltre che agli enti pubblici e ai loro dipendenti. L'iscrizione è condizionata per le persone fisiche al possesso di requisiti di onorabilità, al superamento di una prova di idoneità, dalla quale vengono però esonerati i soggetti in possesso di determinati requisiti di professionalità, nonché all'adesione a un apposito fondo di garanzia costituito nell'ambito del Ministero dell'industria, del commercio e dell'artigianato, disciplinato dal successivo d.m. 30 aprile 1985 e alimentato con contributi versati dagli iscritti in proporzione alle provvigioni, per risarcire gli assicurati e le imprese di assicurazione dei danni derivanti dalla

[58] L'istituzione dell'albo pone il problema della sorte dei c.d. «produttori liberi o occasionali» la cui attività, riconducibile alla mediazione, viene giudicata dall'ISVAP (Circ. n. 502 del 3 febbraio 1986) non conforme a legge; l'istituto considera altresì sanzionabile l'ulteriore prosecuzione delle attività di mediazione svolte da questi soggetti.

propria attività che non siano garantiti dalla polizza di assicurazione della responsabilità civile che i mediatori sono obbligati a concludere con almeno cinque imprese in coassicurazione. Per le società vengono previsiti, tra gli altri, l'esclusività dell'oggetto sociale, requisiti di professionalità in capo agli esponenti aziendali, l'obbligo di essere rappresentate da persone fisiche iscritte alla sezione prima dell'albo, l'adesione al fondo di garanzia e la stipula dell'assicurazione della responsabilità civile di cui abbiamo detto, oltre a un capitale sociale minimo per le società esercenti la mediazione riassicurativa. Nel caso in cui le provvigioni superino un certo ammontare è obbligatoria la revisione del bilancio.

La legge disciplina i requisiti che devono essere posseduti dalle persone fisiche residenti in altri Stati membri della Comunità economica europea al fine dell'iscrizione all'albo, requisiti che possono considerarsi in linea con quanto previsto dalla dir. 77/92/CEE del 13 dicembre 1976, mentre le persone giuridiche aventi la propria sede in altri Stati membri vengono assoggettate ai medesimi requisiti previsti per le società italiane, ammettendo però la possibilità di produrre la documentazione rilasciata dalle competenti autorità degli Stati membri di origine ai fini della prova dell'avvenuta costituzione.

2.7. *L'attuazione della direttiva sulla coassicurazione comunitaria; le limitazioni al risarcimento di particolari tipi di danno; i provvedimenti in materia di assicurazione del credito alle esportazioni*

La produzione legislativa degli anni Ottanta appare per il resto costituita da provvedimenti molto eterogenei, accomunati più che altro dalla volontà di porre mano a specifiche questioni piuttosto che da una visione organica della regolamentazione della materia assicurativa: vengono infatti disciplinati la coassicurazione comunitaria (l. 11 novembre 1986, n. 772), in attuazione della dir. 473/78/CEE, e i limiti al risarcimento del danno nel trasporto aereo internazionale di persone (l. 7 luglio 1988, n. 274) e quelli per perdita o avaria delle cose trasportate (l. 22 agosto 1985, n. 450).

Il medesimo approccio è seguito in materia di assicurazione del credito alle esportazioni, anche se in questo caso è possibile

individuare una certa continuità con i precedenti provvedimenti, nel senso della progressiva estensione dell'area di intervento della garanzia pubblica e delle risorse utilizzabili. Già con la legge finanziaria per il 1984 (l. 27 dicembre 1983, n. 730) è prevista l'istituzione presso la SACE di un fondo rotativo da utilizzare «per far fronte agli indennizzi connessi a crediti coperti dalla garanzia assicurativa della SACE medesima e per i quali sia intervenuto un accordo di ristrutturazione a livello intergovernativo», al quale sono fatti affluire i rientri dei crediti ristrutturati in questione, ma soprattutto una dotazione iniziale di 100 miliardi di lire (circa 140 milioni di euro a prezzi del 2008) da iscrivere in un apposito capitolo dello stato di previsione della spesa del Ministero del tesoro e successivi stanziamenti pubblici. Con la successiva legge finanziaria per il 1985 (l. 22 dicembre 1984, n. 887) il fondo di dotazione della SACE, al quale la legge istitutiva della sezione ha attribuito, nel 1977, 20 miliardi di lire, viene aumentato della somma di 200 miliardi di lire (circa 250 milioni di euro a prezzi del 2008), incrementando fino all'intero valore del fondo l'importo che la sezione può anticipare in attesa dell'attivazione della garanzia statale nel caso di insufficienza dei mezzi normalmente utilizzabili per il pagamento degli indennizzi. La SACE viene inoltre autorizzata ad assicurare i crediti, concessi da banche estere a Stati e banche centrali estere, destinati al rifinanziamento dei debiti di tali Stati nei confronti di creditori italiani. Infine, la legge finanziaria per il 1986 (l. 28 febbraio 1986, n. 41) aumenta di altri 200 miliardi (circa 220 milioni di euro a prezzi del 2008) la dotazione del fondo, anche se viene previsto che l'eventuale differenza risultante tra il limite degli impegni assumibili e l'ammontare delle garanzie assunte nell'anno stesso non possa essere portata in aumento del limite fissato per l'anno successivo.

2.8. *I provvedimenti comunitari in materia assicurativa nella seconda parte degli anni Ottanta: la disciplina dell'assicurazione turistica, dei crediti e della tutela giudiziaria; la seconda direttiva danni*

Gli interventi del legislatore comunitario in materia assicurativa riguardano in questi anni tanto specifici rami, quanto problemi generali del settore.

Nella prima prospettiva, possono essere collocate la dir. 84/641/CEE del 10 dicembre 1984, con la quale viene regolamentata e inclusa tra le attività di assicurazione soggette alla prima direttiva danni l'attività di assistenza turistica[59], la dir. 87/343/CEE del 22 giugno 1987 – che modifica la prima direttiva danni allo scopo di disciplinare alcune questioni connesse all'assicurazione dei crediti[60] – e la dir. 87/344/CEE del 22 giugno 1987, che regola l'assicurazione della tutela giudiziaria. E, ancora, la dir. 83/349/CEE del 13 giugno 1983 autorizza gli Stati membri a derogare, fino al recepimento delle specifiche disposizioni attuative della dir. 78/660/CEE, alle norme relative alla struttura dei conti consolidati e alle modalità di valutazione degli elementi compresi in tali conti nel caso in cui l'impresa da consolidare sia una compagnia di assicurazione, o il consolidamento riguardi un gruppo di imprese nel quale sia prevalente la componente bancaria, assicurativa o finanziaria.

Di ben più ampio respiro è la seconda dir. 88/357/CEE del Consiglio del 22 giugno 1988, *recante coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative riguardanti l'assicurazione diretta diversa dell'assicurazione sulla vita, e alla fissazione delle disposizioni volte ad agevolare l'esercizio effettivo della libera prestazione di servizi e che modifica la direttiva 73/239/CEE*. Con questo nuovo provvedimento il legislatore si propone infatti di completare il processo rivolto alla realizzazione della libertà di prestazione dei servizi assicurativi all'interno della Comunità, attraverso il riconoscimento della possibilità per

[59] Consistente nell'«assistenza fornita a persone in difficoltà nel corso di spostamenti o di assenza dal domicilio o dal luogo di residenza», e più in particolare «nell'impegnarsi, previo pagamento di un premio, a mettere ad immediata disposizione un aiuto a profitto del beneficiario del contratto di assistenza».

[60] In particolare, viene: *a)* soppresso l'originario termine entro il quale l'assicurazione dei crediti all'esportazione con garanzia statale avrebbe dovuto essere assoggettata alle regole generali, stabilendo che l'esenzione rimanga in vita fino a ulteriore coordinamento; *b)* previsto l'obbligo per gli Stati membri di imporre alle imprese che esercitano l'assicurazione crediti la costituzione di una riserva di compensazione, destinata a coprire «l'eventuale perdita tecnica o la quota di sinistri superiore alla media risultante in tale ramo alla fine dell'esercizio» e modificato l'importo del fondo di garanzia per le imprese operanti in questo ramo.

le imprese stabilite in qualunque Stato di prestare direttamente tali servizi, senza la necessità di stabilirsi nello Stato della prestazione assicurativa. Per raggiungere questo obiettivo viene seguita una tecnica legislativa mista, comprendente modifiche e integrazioni della prima direttiva danni accanto a norme autonome, oltre all'attribuzione di una pluralità di significati al medesimo termine in funzione dell'applicazione di diversi gruppi di regole, da cui deriva un quadro molto complesso sotto il profilo formale. Nel merito, la direttiva fornisce in primo luogo una definizione di *grandi rischi* strumentale alla successiva differenziazione del trattamento a favore delle imprese che praticano questi rami in regime di libera prestazione, comprendente i rischi descritti nell'allegato alla prima direttiva, che vengono però riclassificati di modo che, mentre alcuni di essi possono essere considerati di per sé stessi come tali (ad es. i corpi di veicoli ferroviari, aerei e marittimi ovvero i rischi relativi a merci trasportate), altri rientrano nella categoria soltanto in presenza di determinate condizioni riguardanti la natura dell'attività esercitata dall'assicurato (ad es. i rischi relativi a crediti o a cauzioni, quando il contraente eserciti a titolo professionale un'attività industriale, commerciale o liberale e il rischio riguardi questa attività), ovvero le caratteristiche della stessa (ad es. i rischi relativi alla responsabilità civile generale, quando l'attività dell'assicurato superi determinate soglie di carattere patrimoniale, reddituale e occupazionale), queste ultime a loro volta diversificate in relazione a diverse scadenze temporali, nella logica di un progressivo allargamento dell'area di mercato coperta dalla direttiva.

Sono poi analiticamente regolati i profili operativi critici ai fini dell'operatività transfrontaliera, quali il requisito della congruenza delle attività a copertura delle riserve tecniche rispetto agli impegni assunti nello Stato di collocazione del rischio, la legge applicabile al contratto di assicurazione relativo a rischi localizzati nella Comunità, i caratteri della libertà di prestazione dei servizi nel caso di forme assicurative obbligatorie, mediante il riconoscimento della prevalenza della legge degli Stati che prevedono l'obbligo, e il diritto degli stessi di imporre l'autorizzazione delle condizioni di polizza e delle tariffe. D'altra parte il diritto degli Stati membri di mantenere o introdurre l'approvazione delle condizioni e delle tariffe viene precisato nel senso che, nel

caso dei grandi rischi, deve considerarsi vietata l'applicazione di disposizioni che prevedano la necessità di una loro approvazione o di una comunicazione sistematica, mentre permane il solo diritto di esigere ai fini del controllo la comunicazione non sistematica e di prevedere l'obbligo della notifica preliminare o l'approvazione delle maggiorazioni di tariffe proposte «solo in quanto elemento di un sistema generale di controllo dei prezzi». Allo stesso tempo, vengono meglio specificati i poteri di controllo in funzione del nuovo contesto, prevedendo l'obbligo per gli Stati di fornire alle competenti autorità nazionali i poteri e i mezzi necessari per la sorveglianza delle attività delle imprese di assicurazione stabilite nel loro territorio, comprese le attività da queste esercitate all'estero.

Vengono poi introdotte una serie di *Disposizioni particolari in materia di libera prestazione di servizi*, applicabili nel caso in cui un'impresa abbia coperto, a partire da uno stabilimento situato in uno Stato membro, un rischio situato in un altro Stato membro. Dopo aver programmaticamente previsto che la legislazione nazionale deve riconoscere alle imprese stabilite negli Stati membri la possibilità di coprire in tali Stati *in regime di prestazione di servizi* sia i grandi rischi che quelli per i quali non hanno ricevuto l'autorizzazione, la direttiva introduce una serie di disposizioni dirette a regolare lo svolgimento dell'attività in regime di libera prestazione. Tra queste, la previsione di condizioni di accesso al mercato in regime di libera prestazione diversificate a seconda che l'impresa intenda esercitare la propria attività in relazione a grandi rischi o in relazione ad altri tipi di rischio. In quest'ultimo caso allo Stato di prestazione del servizio è riconosciuta la possibilità di imporre l'obbligo dell'autorizzazione amministrativa, subordinandola alla certificazione da parte dell'autorità dello Stato membro di origine del possesso del margine di solvibilità minimo e, da parte dello Stato membro di stabilimento, dei rami nei quali l'impresa è abilitata a operare e dell'assenza di ostacoli all'esercizio dell'attività in regime di libera prestazione nonché alla comunicazione di un programma iniziale riguardante la natura dei rischi che l'impresa intende garantire, le condizioni e le tariffe nonché la documentazione che verrà utilizzata nei rapporti con gli assicurati. Nel caso dei grandi rischi lo Stato membro di prestazione del servizio può invece chiedere esclusivamente le

suddette attestazioni rilasciate dallo Stato membro ove è ubicata la sede sociale e dallo Stato membro di stabilimento.

La direttiva disciplina, infine, diversi profili dell'operatività delle imprese in regime di libera prestazione dei servizi – in particolare il trasferimento dei portafogli di contratti, le tariffe e le condizioni di polizza e la liquidazione dell'impresa – nella prospettiva del coordinamento tra autorità dello Stato di prestazione del servizio e quelle dello Stato di stabilimento dell'impresa. Anche in quest'occasione il legislatore comunitario si mostra particolarmente cauto nella regolamentazione delle riserve, attraverso la previsione in forza della quale nel caso in cui l'attività sia soggetta all'autorizzazione da parte dello Stato membro di prestazione del servizio i requisiti delle riserve tecniche debbono considerarsi sottoposti alla legge di questo Stato, in attesa di ulteriore coordinamento, mentre negli altri casi devono trovare applicazione le regole dello Stato membro di stabilimento, al quale viene affidata anche la vigilanza sull'adeguatezza e congruità delle riserve.

2.9. *La seconda direttiva in materia di assicurazione della responsabilità civile risultante dalla circolazione di autoveicoli*

Con la seconda dir. 84/5/CEE del Consiglio del 30 dicembre 1983 l'attenzione del legislatore comunitario in materia di assicurazione della responsabilità civile risultante dalla circolazione di autoveicoli si sposta dai profili connessi alle limitazioni al principio della libertà di spostamento delle persone derivanti dalle disparità delle legislazioni nazionali, che hanno formato oggetto della prima direttiva, verso quelli legati alla tutela del danneggiato.

La direttiva estende l'assicurazione obbligatoria ai danni alle cose, fissa gli importi minimi del risarcimento e prevede la creazione di un organismo con il compito di rimborsare i danni causati da veicoli non identificati o non assicurati. Gli Stati membri vengono inoltre obbligati a prendere le misure necessarie per consentire, anche in presenza di una diversa previsione contrattuale, il risarcimento del danno cagionato a persone nel caso di utilizzo non autorizzato del veicolo e per la soppressione dei limiti alla risarcibilità del danno personale cagionato ai membri della famiglia dell'assicurato.

VI.
IL PERIODO DELLE GRANDI RIFORME (1990-99)

1. I caratteri generali della legislazione in materia assicurativa nel corso degli anni Novanta. – 2. Il processo di privatizzazione. La trasformazione dell'INA in società per azioni e la cessazione dell'obbligo di cessione della quota di rischio relativa ai contratti di assicurazione sulla vita. – 3. Il processo di riforma del sistema previdenziale. Il d.lgs. 21 aprile 1993, n. 124. – 4. Ancora sulle riforme degli anni Novanta in materia previdenziale. L'istituzione della Commissione di vigilanza sui fondi pensione. La privatizzazione delle casse previdenziali di categoria. – 5. I provvedimenti in materia di vigilanza. – 6. La disciplina generale dell'attività assicurativa. Il settore vita. – 7. Il settore danni. – 8. La disciplina del bilancio delle imprese di assicurazione. – 9. L'assicurazione della responsabilità civile per la circolazione dei veicoli a motore. – 10. Il finanziamento della ristrutturazione delle imprese di assicurazione della responsabilità civile connessa alla circolazione di veicoli e l'istituzione del Ruolo dei periti di assicurazione. – 11. La disciplina dell'assicurazione del credito alle esportazioni: la creazione dell'Istituto per i servizi assicurativi del commercio estero. – 12. Altri provvedimenti riguardanti aspetti particolari dell'attività assicurativa.

1. *I caratteri generali della legislazione in materia assicurativa nel corso degli anni Novanta*

L'intensificazione del processo di integrazione europea e l'ormai insostenibile situazione del debito pubblico spingono il legislatore italiano a introdurre, nel corso di tutti gli anni Novanta, una

serie di riforme di carattere strutturale incidenti, direttamente o indirettamente, anche sul mercato assicurativo. Risalgono infatti a questo periodo – in analogia con quanto avviene nel settore bancario – l'avvio delle privatizzazioni degli enti pubblici economici, tra i quali l'INA, attuato mediante la loro trasformazione in società per azioni e la conseguente dismissione delle partecipazioni assegnate allo Stato, e il complesso e sofferto passaggio da un sistema previdenziale esclusivamente pubblico a uno nel quale la previdenza complementare, su base collettiva o individuale, avrebbe dovuto assumere una crescente importanza e nel quale le imprese di assicurazione sono fin da subito chiamate a svolgere un ruolo di primo piano. A livello macroeconomico, le riforme necessarie a consentire l'ingresso dell'Italia nel sistema della moneta unica determinano una considerevole riduzione dei tassi di interesse sul debito pubblico, per molti anni espressi in doppia cifra. Questo dato strutturale costringe gli operatori del mercato finanziario a rivedere le proprie scelte di investimento che (anche) nel caso delle imprese di assicurazione, in particolare nel settore vita, erano basate prevalentemente sulla differenza tra il costo della raccolta e il rendimento degli impieghi, spingendole alla ricerca dell'utile attraverso scelte che potremmo definire maggiormente aziendali, come la riduzione dei costi della distribuzione attraverso sinergie con l'industria bancaria[61], della quale sfruttare la capillare rete distributiva, ovvero

[61] Nonostante i peculiari caratteri assunti a partire dagli anni Ottanta del XX secolo, il processo di integrazione tra banca e assicurazione avrebbe origini molto più risalenti e legate a caratteristiche proprie di queste due forme di intermediazione. Sul punto cfr.: M. Chiarlo, *L'integrazione compagnie di assicurazione-banche*, in «Assicurazioni», I, 1992, pp. 250 ss., e anche A. Desiata, *Banche e compagnie di assicurazione: ipotesi di collaborazione operativa*, in «Dir. prat. assic.», I, 1983, pp. 3 ss. Le linee evolutive del fenomeno e i vantaggi per imprese e clienti, nel periodo considerato, sono sintetizzate da P. Castelli, *I rapporti fra banche e assicurazioni*, in «Assicurazioni», I, 1996, pp. 431 ss. Sui problemi che il processo di integrazione solleva, riguardanti soprattutto la delimitazione delle competenze e i poteri delle autorità di vigilanza interessate, cfr. A. Patroni Griffi, *Assicurazioni e banche: intreccio di attività ed intreccio di controlli*, in «Assicurazioni», I, 1992, pp. 32 ss., con riferimento alla responsabilità dell'impresa di assicurazione che utilizzi il circuito bancario; V. Afferni, *La disciplina dell'intermediazione assicurativa fra integrazione dei mercati e armonizzazione comunitaria*, in «Assicurazioni», I, 2003, pp. 221 ss. Le condizioni in presenza delle quali è possibile il collocamento di prodotti assicurativi da parte delle banche vengono fissate nella Circolare ISVAP

con la creazione di nuovi prodotti attraverso i quali far gravare almeno in parte sull'assicurato il rischio del rendimento a scadenza.

La legislazione degli anni Novanta in materia assicurativa comprende anche un elevato numero di provvedimenti di natura primaria, spesso emanati in attuazione di direttive comunitarie[62], riguardanti tanto i caratteri generali del fenomeno assicurativo quanto aspetti specifici. Questi provvedimenti si sovrappongono in larga misura alla legislazione precedente rendendo urgente una sistemazione dell'intera regolamentazione assicurativa, che però si realizzerà soltanto nel corso del decennio successivo.

2. *Il processo di privatizzazione. La trasformazione dell'INA in società per azioni e la cessazione dell'obbligo di cessione della quota di rischio relativa ai contratti di assicurazione sulla vita*

Dal punto di vista legislativo, il processo di privatizzazione ha inizio con il d.l. 11 luglio 1992, n. 333, convertito nella l. 8 agosto 1992, n. 359, che nel contesto di una complessa serie di *Misure*

n. 241 del 29 marzo 1995. Per una ricostruzione del fenomeno in una prospettiva comparatistica, I. Clemente, *La bancassicurazione nel Codice delle Assicurazioni*, in «Dir. econ. ass.», 2007, pp. 25 ss., che così individua le forme che l'integrazione ha assunto in Italia: «1. accordo commerciale: semplice contratto di distribuzione commerciale di prodotti assicurativi tra partner assicurativo e bancario; 2. alleanza strategica: contratto di distribuzione commerciale di prodotti assicurativi tra partner assicurativo e bancario rafforzato da uno scambio reciproco di partecipazioni di maggioranza; 3. joint-venture: creazione di una nuova società partecipata dai partner; 4. acquisizione di partecipazione maggioritaria da parte di una banca; 5. acquisizione di partecipazione maggioritaria da parte di una assicurazione; 6. costituzione di una compagnia assicurativa da parte di una banca; 7. costituzione di una compagnia assicurativa da parte di un'assicurazione».

[62] Lo stato della legislazione comunitaria all'inizio degli anni Novanta e le riforme ancora da attuare per la realizzazione del Mercato unico delle assicurazioni, in particolare l'adozione delle c.d. «Terze direttive in materia di danni e vita» attraverso cui realizzare i principi dell'autorizzazione unica, dell'*home country control* e della libera concorrenza sia sui prezzi che sui prodotti, viene ricostruito da L. Brittan, *Solvibilità finanziaria e liberalizzazione dell'industria assicurativa prima del XXI secolo*, in «Assicurazioni», I, 1992, pp. 281 ss. Sui diversi ostacoli (legali, fiscali, reddituali) al processo di integrazione del sistema assicurativo europeo, cfr. J. Peyrelevade, *Il sistema assicurativo europeo alle soglie dell'unificazione*, in «Assicurazioni», I, 1992, pp. 422 ss.

urgenti per il risanamento della finanza pubblica dispone l'immediata trasformazione in società per azioni di diversi enti pubblici economici[63], tra i quali l'INA, con la contestuale attribuzione dell'intera partecipazione al Ministero del tesoro.

Appare fin da subito chiaro che la trasformazione dell'INA in s.p.a. e il successivo collocamento presso il pubblico delle azioni avrebbero reso estremamente difficile giustificare il mantenimento in capo ad essa del complesso di attività pubblicistiche del quale l'istituto è titolare. Si impone quindi la scelta di trasferire a un altro soggetto tali attività, tra cui la gestione dei diversi fondi di garanzia affidati all'INA, attraverso la costituzione da parte del Ministero del tesoro, in qualità di unico socio, della CONSAP - Concessionaria servizi assicurativi pubblici s.p.a. a cui affidare, in regime di concessione, le attività in questione, e il trasferimento ad essa dei corrispondenti elementi patrimoniali, per mezzo di una sorta di scissione.

Uno dei primi compiti che la CONSAP è chiamata a svolgere è la gestione del processo di liquidazione del sistema della cessione all'INA delle quote di rischio relative ai contratti di assicurazione sulla vita. Pochi mesi dopo la privatizzazione dell'istituto, il d.lgs. 23 dicembre 1992, n. 515 dispone infatti la cessazione dell'obbligo di cedere all'INA le quote del rischio assunto in relazione a contratti di assicurazione sulla vita, prevedendo il mantenimento in capo all'istituto delle quote relative ai contratti conclusi fino al 20 maggio 1993. Posto che, in seguito alla scissione dall'INA, la CONSAP è diventata titolare delle attività costituite a copertura delle riserve tecniche iscritte a fronte delle cessioni legali effettuate dalle imprese in base alle disposizioni sull'obbligo di cessione, quest'ultima viene incaricata di provvedere alla restituzione di tali attività alle imprese cedenti. Di conseguenza, l'INA viene esonerata da ogni obbligazione assunta nei confronti delle imprese cedenti, che sono contestualmente autorizzate a includere tra le attività a copertura delle riserve anche il relativo credito nei confronti della CONSAP.

[63] Riguardo alle questioni di carattere strettamente giuridico poste dai provvedimenti in materia di privatizzazione P. Ferro-Luzzi, *La "trasformazione" degli enti pubblici in s.p.a. e la "speciale riserva"*, in «Giur. Comm.», 1995, pp. 507 ss.; B. Libonati, *La faticosa "accelerazione" delle privatizzazioni*, in «Giur. Comm.», 1995, pp. 20 ss.

Con il d.l. 23 maggio 1994, n. 301, convertito con modificazioni nella l. 23 giugno 1994, n. 403, il processo di privatizzazione nel settore assicurativo riceve un'ulteriore spinta. Sono infatti regolamentate le modalità di dismissione delle azioni dell'INA assegnate al Ministero del tesoro a seguito della trasformazione, da realizzare mediante un'offerta pubblica di vendita ed eventuali collocamenti privati non soggetti alle regole in materia di contabilità di Stato. Viene eliminata la norma transitoria riguardante la cessazione dell'obbligo di cessione delle quote di rischio all'INA, con la conseguenza di obbligare la CONSAP a restituire anche le quote relative a contratti conclusi prima del 20 maggio 1993. Inoltre, recependo quanto già stabilito con il d.l. 31 marzo 1994, n. 216, poi non convertito, l'Unione italiana di riassicurazione viene qualificata come società per azioni liberamente partecipata da società di assicurazione e riassicurazione[64] costituita per l'esercizio della riassicurazione nei diversi rami e il suo assoggettamento alle regole generali in materia di società per azioni e alle disposizioni delle leggi speciali applicabili alle imprese di riassicurazione.

Il generale processo di privatizzazione coinvolge il settore assicurativo anche nel suo ruolo di primario investitore istituzionale. Con il d.l. 26 settembre 1995, n. 406, convertito nella l. 29 novembre 1995, n. 503, tra le attività a copertura delle riserve delle imprese di assicurazione sulla vita vengono infatti ammesse le quote di partecipazione a fondi comuni di investimento immobiliare, a condizione che il patrimonio immobiliare del fondo sia costituito per non meno del 90% di immobili alienati dallo Stato o da enti previdenziali pubblici, da regioni, da enti locali o loro

[64] Occorre ricordare che l'Unione italiana di riassicurazione era stata costituita mediante «atto pubblico amministrativo avanti al Ministro per l'industria e il commercio nella forma di società commerciale» fra imprese italiane e con la partecipazione dell'INA, che spettava al ministro del Tesoro il compito di fissare «i modi, i limiti e le garanzie» della partecipazione dell'INA (r.d.l. n. 1737/1921), e che pur essendo stata l'unione espressamente qualificata come società anonima, era sottoposta oltre che alle regole del codice di commercio alle speciali disposizioni del regolamento esecutivo del r.d.l. n. 1737/1921 (r.d.l. n. 1442/1922). L'unione era stata inoltre investita, fin dalla sua costituzione, dell'esercizio della riassicurazione e della gestione di rami assicurativi «di interesse pubblico», compiti che avevano in seguito condotto (1939) all'assoggettamento dell'Unione al controllo pubblico (v. *supra* nel testo).

consorzi, nonché da società interamente possedute, anche indirettamente, dagli stessi soggetti.

3. *Il processo di riforma del sistema previdenziale. Il d.lgs. 21 aprile 1993, n. 124*

Nel quadro dell'ormai improcrastinabile tentativo di risanamento della finanza pubblica, il legislatore pone mano, sempre all'inizio degli anni Novanta, alla riforma del sistema previdenziale, la cui insostenibilità tecnica – dovuta agli eccessi del passato, oltre che a ragioni di carattere demografico e macroeconomico – rende necessario il periodico ripianamento del differenziale tra raccolta e impegni attraverso il danaro pubblico[65].

[65] Le ragioni della riforma e gli obiettivi di *policy* da perseguire attraverso il sistema previdenziale complementare vengono così ricostruiti, qualche anno dopo la riforma del d.lgs. n. 124/1993, da E. Fornero, *La previdenza italiana tra pubblico e privato*, in «Assicurazioni», I, 1997, p. 327: «L'invecchiamento della popolazione e l'indebita generosità del passato costituiscono i più importanti fattori alla base dell'insostenibilità dei sistemi pensionistici pubblici e della ricerca di un nuovo disegno del sistema previdenziale complessivo. La funzione di questo nuovo sistema dovrà essere largamente ricondotta nell'ambito dell'assicurazione dei rischi connessi con la vita umana, mentre assistenza e redistribuzione andranno perseguite con altri strumenti di politica fiscale. Nell'ambito di questa rinnovata vocazione assicurativa, il sistema pubblico dovrà correlare maggiormente contributi e prestazioni. In ogni caso, affidare unicamente alla ripartizione pubblica il compito di garantire la sicurezza economica nell'età anziana appare un modo inefficiente di fronteggiare l'incertezza sulla durata della vita. Vi è un consenso generale sul fatto che un buon sistema previdenziale debba comprendere una parte pubblica e una parte privata, in modo da consentire maggiori margini di flessibilità, di libertà di scelta (anche nell'età del pensionamento) e una migliore composizione della ricchezza previdenziale delle famiglie sotto il profilo della combinazione rendimento-rischio. La transizione verso questo sistema misto è particolarmente difficile là dove il sistema pubblico è maturo e caratterizzato da aliquote contributive e tassi di copertura elevati. In questi casi, la transizione, il cui onere grava in misura maggiore sulle generazioni giovani e future, non può che essere lenta e graduale. Benché ciò sia difficile, formule di ricomposizione del portafoglio previdenziale vanno ricercate, sia con gli incentivi fiscali alla previdenza integrativa, sia con l'introduzione di formule – eventualmente molto blande – di uscita opzionale dal sistema pubblico». Sui problemi posti dal nuovo sistema previdenziale, cfr. *Previdenza integrativa e fondi pensione*, in «Assicurazioni», I, fasc. speciale, 1997. Per una sintesi delle principali tappe della riforma del sistema previdenziale E. Barraco,

Con la l. 23 ottobre 1992, n. 421, il governo viene quindi delegato a emanare una serie di provvedimenti di riforma che, sia pure con molte cautele, mirano a favorire la costituzione, su base volontaria, collettiva o individuale, di forme di previdenza per l'erogazione di trattamenti pensionistici complementari, nell'osservanza di numerosi criteri direttivi riguardanti invero soprattutto il primo c.d. «pilastro» (cioè quello pubblico) del sistema previdenziale[66]. Riguardo agli altri due pilastri, rispettivamente l'esistenza di forme di copertura previdenziale predisposte dall'impresa e dallo stesso lavoratore, il governo è chiamato ad assicurare più

elevati livelli di copertura previdenziali, disciplinando la costituzione, la gestione e la vigilanza di forme di previdenza anche articolate secondo criteri di flessibilità e diversificazione per categorie di beneficiari, per la erogazione di trattamenti pensionistici complementari del sistema obbligatorio pubblico per i lavoratori dipendenti, i lavoratori autonomi e i liberi professionisti, su base volontaria, collettiva o individuale, con garanzia di autonomia e separazione contabile e patrimoniale, mediante gestioni dirette o convenzionate

da affidare, in regime di concorrenza, agli organismi gestori delle forme obbligatorie di previdenza e assistenza, tra cui l'INPS,

La riforma delle pensioni e gli strumenti per il prolungamento della vita lavorativa, in «Lavoro nella Giur.», 2008, pp. 561 ss., ma soprattutto S. Giubboni, *Individuale e collettivo nella riforma della previdenza complementare*, in «Lavoro nella Giur.», 2006, pp. 249 ss. È interessante notare come il primo progetto di riforma del sistema previdenziale risalga al 1947, allorquando, con il decreto presidenziale del 3 luglio «fu nominata una Commissione per la riforma previdenziale, che non elaborò un vero e proprio progetto, ma concretò il pensiero della maggioranza in 88 mozioni, alle quali si aggiunsero le 21 votate da un altro gruppo di lavoro, successivamente costituito per lo specifico esame dei problemi sanitari», G.M. Baldi, *Le proposte di riforma dell'ordinamento assistenziale e previdenziale*, in «Giurisprudenza e tecnica nell'assicurazione», 1958, pp. 3 ss.

[66] I criteri in materia comprendono, tra gli altri, il graduale innalzamento dell'età minima per accedere alla rendita, l'aumento del periodo di contribuzione minima, il progressivo aumento del periodo di riferimento per la determinazione della retribuzione annua «pensionabile» e quindi lo spostamento verso un sistema nel quale il criterio contributivo avrebbe avuto un peso maggiore, la ristrutturazione della disciplina del finanziamento del sistema previdenziale, allo scopo di stabilire aliquote contributive idonee ad assicurare l'equilibrio gestionale.

alle imprese assicurative autorizzate alla gestione di fondi collettivi costituiti per l'erogazione di prestazioni in caso di morte, in caso di vita o in caso di cessazione o riduzione dell'attività lavorativa, alle società di intermediazione mobiliare (SIM) e «ad operatori pubblici e privati, con l'osservanza di sistemi di capitalizzazione, con la partecipazione negli organi di amministrazione e di controllo interno di rappresentanti dei soggetti che concorrono al finanziamento delle gestioni, prevedendosi la possibilità di concessione di agevolazioni fiscali».

In attuazione di questa delega, una disciplina delle forme di previdenza complementare al sistema obbligatorio pubblico «al fine di assicurare più elevati livelli di copertura previdenziale» viene emanata dal governo con il d.lgs. 21 aprile 1993, n. 124, in forza del quale diventa possibile l'istituzione di forme pensionistiche complementari a favore di dipendenti pubblici e privati e di raggruppamenti di lavoratori autonomi e di liberi professionisti. L'istituzione delle forme pensionistiche complementari viene delegata alla contrattazione collettiva o ai regolamenti aziendali, e deve realizzarsi attraverso la costituzione di appositi fondi pensione, amministrati e controllati in modo paritetico da rappresentanti dei datori di lavoro e dei dipendenti. La gestione delle risorse del fondo, sottoposta a limitazioni di carattere prudenziale, deve essere affidata, attraverso apposite convenzioni, a operatori specializzati, tra i quali le imprese assicurative autorizzate a esercitare l'assicurazione sulla vita e le operazioni di capitalizzazione, e alla gestione di fondi collettivi connessi a prestazioni assicurative nel settore vita. Le prestazioni a carico del fondo devono essere individuate all'atto della costituzione, ma nel rispetto dei limiti che il d.lgs. n. 124/1993 indica e che riguardano l'età pensionabile, fatta coincidere con quella prevista per il trattamento obbligatorio, e la durata minima della partecipazione. A scanso di equivoci, viene chiarito che il finanziamento delle forme pensionistiche complementari grava esclusivamente sui beneficiari e sui datori di lavoro e che spetta alle fonti costitutive di fissare il contributo al fondo pensione in percentuale della retribuzione[67].

[67] La regolamentazione dei fondi pensione complementari viene giudicata dalla dottrina carente sotto diversi punti di vista, tra i quali la mancata previ-

Ai soggetti autorizzati alla gestione dei fondi pensione in regime di convenzione, e quindi anche alle imprese di assicurazione, viene consentita l'istituzione di fondi pensione aperti ai quali possono aderire i soggetti beneficiari delle forme previdenziali complementari in mancanza dei fondi pensione istituiti nell'ambito della contrattazione collettiva, ovvero i soggetti che abbiano perso i requisiti per la partecipazione a uno di questi. Il potere di autorizzarne la costituzione viene attribuito al ministro del Lavoro e della previdenza sociale con la precisazione che, nel caso di interferenza con settori soggetti al controllo da parte di altra autorità, il provvedimento debba essere emesso d'intesa con le rispettive autorità di vigilanza.

Il controllo sull'attività dei fondi pensione viene invece assegnato a una Commissione di vigilanza, appositamente costituita presso il Ministero del lavoro e della previdenza sociale, alla quale spetta anche la tenuta dell'albo dei fondi pensione autorizzati, l'esercizio della vigilanza sugli stessi, informando il ministro del Lavoro e della previdenza sociale di quanto accertato allo scopo dell'adozione dei necessari provvedimenti, oltre a una serie di competenze di carattere regolamentare riguardanti le scritture contabili e la trasparenza nei rapporti con i partecipanti, l'istruttoria della domanda di autorizzazione, l'elaborazione di stime e previsioni in materia di previdenza complementare.

4. *Ancora sulle riforme degli anni Novanta in materia previdenziale. L'istituzione della Commissione di vigilanza sui fondi pensione. La privatizzazione delle casse previdenziali di categoria*

Il processo di riforma del sistema previdenziale prosegue negli anni successivi attraverso una serie di provvedimenti destinati a estendere il ruolo della previdenza complementare e a riformare gli assetti di vigilanza sui fondi pensione previsti dal d.lgs. n. 124/1993.

sione «di forme di garanzia per l'assolvimento degli impegni assunti», G. Volpe Putzolu, *Fondi pensione: responsabilità e garanzie*, in «Assicurazioni», I, 1994, pp. 223 ss.

Già con il d.lgs. 30 dicembre 1993, n. 585 alla Commissione di vigilanza operante presso il Ministero del lavoro e della previdenza sociale vengono attribuiti una serie di poteri informativi – sia su base periodica che in relazione a singoli dati o documenti – e il potere ispettivo nei confronti dei fondi, ed è riconosciuta al Ministero del lavoro e della previdenza sociale la possibilità di promuovere accordi per lo scambio di informazioni con le autorità di vigilanza sui soggetti ai quali può essere affidata la gestione dei fondi pensione, oltre alla previsione del segreto d'ufficio per le informazioni raccolte nell'esercizio della vigilanza sui fondi.

Con la successiva l. 8 agosto 1995, n. 335 (c.d. «Riforma Dini»), il d.lgs. n. 124/1993 il sistema previdenziale viene sottoposto a un'importante revisione. Oltre a intervenire sulla previdenza obbligatoria, la nuova legge introduce una serie di innovazioni in materia di gestione dei fondi pensione – tra cui l'obbligo per il gestore del fondo di utilizzare una banca depositaria, la possibilità per le fonti istitutive dei sistemi previdenziali complementari di prevedere l'adesione a fondi pensione aperti – e ridisegna il sistema della vigilanza sui fondi pensione assegnando al ministro del Lavoro e della previdenza sociale la funzione di dettare le direttive generali in materia, e alla Commissione di vigilanza sui fondi pensione (COVIP), contestualmente istituita come persona giuridica di diritto pubblico, il compito di perseguire la «corretta e trasparente amministrazione e gestione dei fondi per la funzionalità del sistema di previdenza complementare», attraverso numerose competenze di tipo amministrativo, regolamentare e ispettivo[68].

[68] Tra le competenze, la tenuta dell'albo dei fondi pensione autorizzati, l'approvazione degli statuti e dei regolamenti dei fondi e lo svolgimento dell'attività istruttoria ai fini del rilascio dell'autorizzazione, il potere di definire i modelli di convenzione per la gestione del fondo da parte degli intermediari a ciò autorizzati e i criteri per la determinazione del valore del patrimonio del fondo nonché il controllo sulla gestione tecnica, finanziaria, patrimoniale, contabile dei fondi anche mediante ispezioni. Alla Commissione sono inoltre riconosciuti poteri informativi, su base periodica e in relazione a specifici atti e documenti, il potere di convocazione degli organi del fondo e il diritto di ottenere notizie e informazioni da parte delle pubbliche amministrazioni. Viene riconosciuto il segreto d'ufficio sulle informazioni raccolte e la sua opponibilità anche alle altre amministrazioni, a eccezione del ministro del Lavoro e della previdenza sociale. Dopo pochi anni la COVIP viene investita anche del potere di autorizzazione dei fondi pensione (l. 27 dicembre 1997, n. 449).

Nel contesto dei provvedimenti di questi anni in materia previdenziale può ricordarsi l'inizio del processo di privatizzazione del sistema delle casse previdenziali e assistenziali di categoria. Il d.lgs. 30 giugno 1994, n. 509 dispone la trasformazione, a decorrere dal 1° gennaio 1995, in persone giuridiche private di una serie di enti gestori di forme obbligatorie di previdenza e assistenza – la Cassa nazionale di previdenza e assistenza avvocati, la Cassa di previdenza tra dottori commercialisti ecc. –, prevedendo il subingresso dei soggetti di diritto privato risultanti dalla trasformazione in tutti i rapporti giuridici facenti capo all'ente, ivi comprese le attività previdenziali e assistenziali in atto, delle quali viene confermata l'obbligatorietà. Secondo gli auspici del legislatore, la gestione economico-finanziaria degli enti deve assicurare l'equilibrio di bilancio mediante l'adozione di provvedimenti coerenti alle indicazioni risultanti dal bilancio tecnico da redigersi con periodicità almeno triennale. Viene inoltre previsto che nel caso di disavanzo economico-finanziario si debba provvedere alla nomina di un commissario straordinario per il riequilibrio della gestione, ovvero alla nomina di un commissario liquidatore. La vigilanza viene affidata al Ministero del lavoro e della previdenza sociale, al Ministero del tesoro, e agli altri Ministeri già competenti a esercitare la vigilanza sugli enti trasformati.

5. *I provvedimenti in materia di vigilanza*

La disciplina della vigilanza è caratterizzata in questi anni dall'aumento delle materie oggetto di regolazione, oltre che dall'accrescimento dei compiti dell'ISVAP. Questo processo viene realizzato soprattutto all'interno di atti normativi destinati a regolamentare profili generali o particolari dell'attività assicurativa, ma anche per mezzo di provvedimenti aventi per oggetto specifico l'attività di vigilanza[69].

[69] Il progressivo affrancamento dall'orbita ministeriale e le conseguenze che le successive disposizioni in materia hanno sulla possibilità di qualificare l'ISVAP come autorità indipendente sono ricostruiti in M. Bin, *Autorità indipendenti? Il caso dell'Isvap*, in «Riv. trim. dir. proc. civ.», 1997, pp. 329 ss.; R. Caranta, *La nuova ISVAP*, in «Resp. civ. e prev.», 1998, pp. 17 ss. Per una rico-

Tra questi ultimi, un ruolo di primo piano è svolto dalla l. 9 gennaio 1991, n. 20, che prevede l'attribuzione di nuove funzioni all'ISVAP, spesso a scapito di quelle ministeriali, in relazione alla determinazione dell'indirizzo amministrativo nel settore delle assicurazioni private e di interesse collettivo e alla regolamentazione dell'amministrazione straordinaria. La l. n. 20/1991 contiene inoltre una disciplina del tutto nuova del controllo delle partecipazioni e degli atti compiuti con società del gruppo, riguardante in particolare le partecipazioni in società non assicurative e la disciplina del bilancio consolidato[70], delle partecipazioni nelle imprese di assicurazione, incentrata sull'obbligo di autorizzazione per l'acquisto di quelle rilevanti o di controllo[71], e sui poteri di vigilanza dell'ISVAP

struzione dei poteri dell'ISVAP all'indomani della l. n. 20/1991 A. Iannuzzi, *I poteri dell'ISVAP*, in «Assicurazioni», I, 1991, pp. 31 ss. Al riguardo, è interessante notare come questo percorso di conquista di una maggiore autonomia e di più pregnanti poteri da parte dell'ISVAP segua di poco e poi corra parallelo all'analoga evoluzione sperimentata dalla CONSOB.

[70] Sia pure con alcune eccezioni, legate soprattutto alla necessità di tener conto dell'evoluzione comunitaria in materia, viene introdotto il divieto per le imprese e gli enti di assicurazione di assumere partecipazioni di controllo in società esercenti attività diverse da quelle assicurative o da quelle connesse e l'obbligo di comunicare tempestivamente all'ISVAP l'acquisto di partecipazioni di controllo o comunque superiori al 5% ovvero, nel caso di utilizzo del patrimonio libero, alle percentuali successivamente fissate, nonché le relative variazioni. L'ISVAP può ordinare la riduzione al di sotto della soglia di controllo della partecipazione in società non operanti in settori connessi a quello assicurativo, nonché in società operanti in settori connessi, se dalla partecipazione può derivare un pericolo per la stabilità della controllante e, in quest'ultimo caso, il potere di ordinare la riduzione può essere esercitato anche quando la partecipazione non comporti il controllo della società. Con specifico riferimento alla disciplina del gruppo, a carico delle imprese e degli enti assicurativi viene imposto l'obbligo della redazione del bilancio consolidato, secondo criteri fissati dall'ISVAP, che si vede riconosciuti una serie di poteri informativi e ispettivi nei confronti delle società del gruppo allo scopo di verificare l'esattezza del bilancio consolidato.

[71] Questa contempla l'obbligo di comunicare all'ISVAP l'acquisto di partecipazioni superiori al 2% o comunque tali da consentire il controllo dell'impresa nonché delle loro variazioni, la sterilizzazione del voto relativo alle azioni per le quali la comunicazione sia stata omessa e la possibilità di impugnare la delibera assunta con il voto determinante di tali azioni, attribuendo anche all'ISVAP il potere di agire per l'annullamento. Nel caso di partecipazioni di controllo, sia nell'impresa assicurativa sia nel soggetto che controlla quest'ultima, l'acquisto deve essere autorizzato, e a questo scopo viene fornita un'articolata nozione di

sui detentori delle stesse, comprendente tra l'altro quello di esigere la redazione di *protocolli di autonomia*, cioè dichiarazioni concernenti «la natura e l'entità dei collegamenti finanziari, nonché gli strumenti e le cautele che i soggetti interessati intendono adottare per assicurare l'autonomia della gestione dell'impresa o dell'ente assicurativo», e quello di vietare alle imprese di assicurazione le operazioni, appartententi a uno dei tipi indicati dal ministro dell'Industria, del commercio e dell'artigianato, con soggetti controllati o con società sottoposte a comune controllo, considerate pregiudizievoli per gli interessi degli assicurati[72].

Con il d.p.r. 18 aprile 1994, n. 385 (c.d. «decreto Cassese») i rapporti tra Ministero e ISVAP in materia di vigilanza sull'attività assicurativa vengono definitivamente modificati a favore del secondo, mediante il trasferimento all'ISVAP di tutte le attività di controllo e vigilanza in materia di assicurazioni private e interes-

controllo, fondata in parte sull'art. 2359 c.c., in parte sull'esistenza di sindacati di voto, che devono essere comunicati all'ISVAP; anche la violazione di questi obblighi viene sanzionata con la sterilizzazione del voto e con l'annullabilità della delibera assunta con il voto determinante delle azioni la cui acquisizione andava autorizzata. Al ministro dell'Industria, del commercio e dell'artigianato spetta il compito di disciplinare i criteri per la concessione dell'autorizzazione all'acquisto «al fine di garantire l'indipendenza delle imprese o degli enti assicurativi e la tutela degli assicurati», tenendo conto dei requisiti degli esponenti aziendali delle società partecipate e partecipanti e dei rapporti di collegamento di carattere tecnico, finanziario, organizzativo e convenzionale esistenti tra il richiedente l'autorizzazione e altri soggetti.

[72] Una ricostruzione dei poteri dell'ISVAP sulle partecipazioni nelle imprese di assicurazione secondo le previsioni della l. 20/1991 è condotta da M. Morvillo, *Autorizzazione all'assunzione del controllo di imprese o enti assicurativi e obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti. Brevi note sugli artt. 9, 10, e 11 della legge n. 20 del 9 gennaio 1991*, in «Assicurazioni», I, 1991, pp. 314 ss., dove viene evidenziata l'analogia con le previsioni in materia previste sia dalla normativa bancaria, recentemente introdotte dalla l. 4 giugno 1985, n. 281, quale modificata dalla l. 19 marzo 1990, n. 55, e da quella sul mercato mobiliare ad opera della l. 7 giugno 1974, n. 216, quale modificata dalla citata l. 281/1985. La previsione relativa alla presentazione dei Protocolli di autonomia gestionale da parte dei soci di controllo delle imprese di assicurazione viene considerata, insieme alle analoghe norme previste nella regolamentazione di altri settori del mercato finanziario, come la conferma della liceità di eventuali impegni dei soci in ordine all'amministrazione delle società, M. Rubino De Ritis, *Trasferimento di pacchetti azionari di controllo: clausole contrattuali e limiti all'autonomia privata*, in «Giur. Comm.», 1997, pp. 879 ss.

se collettivo in precedenza esercitate dal Ministero dell'industria, del commercio e dell'artigianato e l'enunciazione dei principi della piena autonomia dell'istituto e dell'esclusivo assoggettamento al relativo ordinamento.

Un ulteriore passaggio di competenze ministeriali all'ISVAP ha luogo per mezzo del d.lgs. 13 ottobre 1998, n. 373, mentre con il d.lgs. 4 agosto 1999, n. 343, in attuazione della dir. 95/26/CE in materia di rafforzamento della vigilanza prudenziale nel settore assicurativo, viene riconosciuto all'ISVAP il potere di negare l'autorizzazione in presenza di *stretti legami* tra un'impresa di assicurazione e altre persone fisiche o giuridiche[73], prevista la collaborazione dell'ISVAP con altre autorità di vigilanza nazionali o di altri Stati e regolamentato il flusso informativo tra l'ISVAP, il collegio sindacale e la società di revisione nel caso di accertamento da parte di questi della violazione di disposizioni legislative e regolamentari da parte dell'impresa.

6. *La disciplina generale dell'attività assicurativa. Il settore vita*

Nel corso degli anni Novanta la legislazione generale in materia assicurativa appare prevalentemente rivolta, tanto nel settore vita quanto nel settore danni, all'attuazione di direttive comunitarie e, quindi, caratterizzata dalle finalità perseguite in questa fase del processo di integrazione europea, riconducibili alla necessità di assicurare la piena realizzazione dei principi della libertà di stabilimento e di prestazione dei servizi.

Il d.lgs. 23 dicembre 1992, n. 515 dà attuazione alla dir. 90/619/CEE in materia di assicurazione sulla vita (c.d. «seconda direttiva assicurazione vita»), con la quale il legislatore comunitario ha inteso agevolare la prestazione di servizi negli Stati membri, in modo da consentire ai contraenti di rivolgersi non solo agli assicuratori stabiliti nel proprio paese ma anche a quelli aventi la sede sociale nella Comunità e stabiliti in altri Stati membri. Come abbiamo ricordato, il d.lgs. n. 515/1992 prevede l'abolizio-

[73] M. Morvillo, *Gli stretti legami, anche di natura familiare, nella disciplina dell'impresa assicuratrice*, in «Assicurazioni», I, 2000, pp. 424 ss.

ne dell'obbligo di cessione della quota di rischi all'INA, anche in questo caso in attuazione di un preciso obbligo comunitario.

Nell'arco di pochissimi anni la materia dell'assicurazione sulla vita è oggetto di un nuovo intervento normativo. Il d.lgs. 17 marzo 1995, n. 174 – sebbene emanato in attuazione della nuova dir. 92/96/CEE del 10 novembre 1992, contenente il coordinamento delle disposizioni in materia di assicurazione diretta sulla vita e la modifica delle dir. 79/267/CEE e 90/619/CEE (c.d. terza direttiva assicurazione vita) – assorbe i precedenti atti normativi in materia di assicurazione sulla vita, e in particolare la l. n. 742/1986 e il d.lgs. n. 515/1992, che vengono abrogati, oltre ad altre norme del testo unico del 1959, tra cui le disposizioni riguardanti il frazionamento delle provvigioni di acquisto e le distrazioni di assicurazione sulla vita[74]. Il d.lgs. n. 174/1995 rappresenta di conseguenza un sorta di testo unico in materia di assicurazione sulla vita, applicabile a tutte le imprese, italiane o straniere, operanti in uno dei rami costituenti il settore vita.

Rispetto alla precedente regolamentazione della materia, e in particolare alla l. n. 742/1986, il d.lgs. n. 174/1995 accresce ulteriormente la centralità dell'ISVAP con particolare riferimento al controllo della situazione patrimoniale e finanziaria dell'impresa e, quindi, del margine di solvibilità e delle attività a copertura delle riserve, ammettendo tra queste ultime gli strumenti finanziari derivati per la copertura contro i rischi finanziari e per una migliore gestione del portafoglio. Ancora per quanto attiene alla gestione prudenziale, il provvedimento reca l'autorizzazione a impiegare, per la copertura del margine di solvibilità, una serie di strumenti innovativi, quali i prestiti subordinati, quelli senza scadenza e altri titoli rispondenti ai requisiti indicati dalla legge[75]. Alle imprese viene inoltre imposto di dotarsi di un'adeguata organizzazione amministrativa e contabile e di disporre di procedure di controllo interno

[74] P. Simone, *Il recepimento della direttiva n. 92/96/CEE e le novità nel contratto di assicurazione sulla vita*, in «Contratti», 1995, pp. 532 ss.

[75] Riguardo alle innovazioni introdotte dal d.lgs. n. 174/1995 e dal d.lgs. n. 175/1995 in ordine alla composizione delle riserve tecniche: R. Pontremoli, *La copertura delle riserve tecniche nei decreti legislativi nn. 174 e 175/1995*, in «Assicurazioni», I, 1995, pp. 540 ss.; G. Partesotti, *La copertura delle riserve tecniche*, in «Assicurazioni», I, 1995, pp. 524 ss.

(avvalendosi a questo scopo di un attuario), e vengono disciplinati alcuni importanti profili del contratto di assicurazione, quali la legge applicabile, le informazioni riguardanti l'impresa e il contratto da comunicare prima della stipula e nel corso del rapporto, il diritto di recesso, e la possibilità di concedere sconti[76].

7. *Il settore danni*

Nel settore danni, il d.lgs. 15 gennaio 1992, n. 49, attua la dir. 88/357/CEE, di cui abbiamo in precedenza trattato. Tra gli adattamenti alla legislazione vigente necessari a consentire l'introduzione delle regole comunitarie va ricordata la soppressione delle sanzioni a carico di chi abbia prestato l'attività di mediazione per il collocamento di rischi all'estero previste dal testo unico del 1959, quando la mediazione sia stata prestata in relazione a contratti in regime di libera prestazione di servizi. Il provvedimento contiene inoltre un eterogeneo gruppo di regole in materia di vigilanza. Viene, tra l'altro, stabilito che il segreto d'ufficio non possa essere opposto all'ISVAP da parte della CONSOB, della Banca d'Italia e dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato. Viene attribuito al Ministero dell'industria, del commercio e dell'artigianato il potere di assegnare un termine all'impresa entro cui provvedere ad adeguare la riserva sinistri a quanto necessario a far fronte alla liquidazione, anche nel caso di corrispondenza della stessa alla misura minima prevista dalla legge, ed è prevista una nuova struttura degli uffici interni dell'ISVAP.

In seguito, il d.lgs. 17 marzo 1995, n. 175, introduce, in occasione del recepimento della dir. 92/49/CEE, una disciplina organica dell'attività di assicurazione contro i danni, analogamente a quanto accaduto in pari data nel settore vita. Le analogie con il d.lgs. n. 174/1995 non si limitano alla struttura formale del provvedimento, essendo state, anche in questo caso, notevolmente accresciute le competenze dell'ISVAP, soprattutto con riferimento

[76] Sulle tutele per il cliente previste dal d.lgs. 174/1995 A. Antonucci, *Problemi giuridici della vendita a distanza di servizi assicurativi*, in «Assicurazioni», I, 2000, pp. 272 ss.

ai profili connessi alla gestione prudenziale, e riconosciuta la possibilità di utilizzare nuove tipologie di attivi per la copertura delle riserve e del margine di solvibilità.

8. *La disciplina del bilancio delle imprese di assicurazione*

Nel campo della regolamentazione dell'impresa di assicurazione in quanto tale deve essere infine collocato il d.lgs. 26 maggio 1997, n. 173 con il quale trova attuazione la dir. 91/674/CEE in materia di conti annuali e consolidati delle imprese di assicurazione. Accanto alla speciale struttura dei conti delle imprese di assicurazione, la legge regola i poteri dell'ISVAP in materia di bilancio, riguardanti le integrazioni, gli aggiornamenti e le istruzioni di carattere esplicativo e applicativo, le informazioni integrative e il piano dei conti, oltre alla delicata materia dei criteri di valutazione, con particolare riferimento alla determinazione del valore corrente degli investimenti e il bilancio consolidato.

Il provvedimento contiene inoltre una serie di modifiche e integrazioni alla precedente disciplina – come ad es. la definizione dei requisiti dell'attuario incaricato di svolgere i compiti previsti dal d.lgs. n. 174/1995 – e nuove regole riguardanti la certificazione del bilancio, con particolare riferimento ai requisiti della società di revisione.

9. *L'assicurazione della responsabilità civile per la circolazione dei veicoli a motore*

Nel settore dell'assicurazione obbligatoria della responsabilità civile per la circolazione dei veicoli a motore la produzione normativa è prevalentemente rivolta all'attuazione dei provvedimenti comunitari emanati allo scopo di rendere operanti, anche in questo campo, i principi della libertà di stabilimento e di prestazione dei servizi, che, a causa delle peculiarità del ramo, il legislatore ha preferito affidare a provvedimenti specifici piuttosto che alle regole generali in materia di assicurazione contro i danni.

In primo luogo, con la l. 7 agosto 1990, n. 242, viene accresciuto l'ambito di applicazione del sistema del riconoscimento

dei contratti di assicurazione per la responsabilità civile stipulati all'estero per i danni cagionati da veicoli immatricolati in Stati esteri che abbiano circolato temporaneamente in territorio italiano. Nella legislazione precedente, i veicoli immatricolati all'estero erano autorizzati a circolare in Italia a condizione della stipula di un contratto di assicurazione secondo le regole comuni, ma l'obbligo di assicurazione veniva considerato assolto anche quando l'utente possedesse «un certificato internazionale di assicurazione rilasciato da apposito ente costituito all'estero» attestante l'esistenza di un'assicurazione per la responsabilità civile per i danni causati dal veicolo e che tale certificato fosse stato accettato da un corrispondente ente costituito in Italia che si fosse assunto l'obbligo di provvedere alla liquidazione dei danni causati nel territorio italiano. La l. n. 242/1990 conferma questa esenzione, adattandola alla maggior evoluzione del processo di integrazione comunitaria, prevedendo che l'obbligo di assicurazione deve considerarsi assolto a favore dei veicoli immatricolati in Stati membri della Comunità, purché l'ente italiano[77] che ha assunto l'obbligo della liquidazione dei danni cagionati in Italia abbia concluso con il corrispondente ente operante in altro Stato membro un apposito accordo, e quest'ultimo sia stato riconosciuto dalla Comunità.

Poco dopo aver provveduto a estendere, con la l. 26 febbraio 1992, n. 142, l'oggetto della copertura offerta dai contratti di assicurazione obbligatoria della responsabilità civile[78], il legislatore

[77] La legge forniva alcune indicazioni in ordine alle caratteristiche dell'ente, che doveva essere costituito in Italia tra le imprese autorizzate a esercitare l'assicurazione obbligatoria ed essere riconosciuto dal Ministero dell'industria, del commercio e dell'artigianato che era anche investito del potere di approvarne lo statuto. L'ente veniva abilitato all'emissione dei certificati internazionali di assicurazione per i veicoli italiani, e gli erano riconosciuti i compiti di Ufficio nazionale di assicurazione ai fini delle direttive 72/166/CEE e 84/5/CEE. L'ente a cui erano state in concreto affidate le funzioni era l'Ufficio centrale italiano con sede in Milano; sulle funzioni dell'UCI a seguito della l. n. 242/1990, R. Deidda, *La legge 242/90 sull'UCI*, in «Assicurazioni», I, 1991, pp. 127 ss.

[78] La legge, in attuazione della dir. 90/232/CEE, estendeva la tutela dell'assicurazione obbligatoria ai danni alla persona causati ai trasportati, qualunque fosse il titolo in base al quale il trasporto era avvenuto, e, in attuazione della dir. 84/5/CEE, stabiliva che non poteva considerarsi terzo il solo conducente del veicolo e, limitatamente ai soli danni a cose, altri soggetti che nel testo originario della l. n. 990/1969 erano stati esclusi dalla copertura obbligatoria. Veniva

interviene nuovamente nel settore con il d.lgs. 17 dicembre 1992, n. 509, con il quale è data attuazione alla dir. 90/618/CEE, le cui regole mirano a garantire, anche in materia di assicurazione obbligatoria della responsabilità civile, le libertà previste dalla dir. 88/357/CEE, di recente attuata in Italia con il d.lgs. n. 49/1992. Viene pertanto modificata la definizione dei grandi rischi – in modo da includervi la responsabilità civile connessa alla circolazione dei veicoli – e disciplinati gli obblighi delle imprese che intendano esercitare le relative operazioni in regime di libera prestazione in relazione al sistema italiano per la liquidazione dei danni derivanti dalla circolazione dei veicoli, e alla nomina di un rappresentante incaricato della gestione dei sinistri e della liquidazione degli indennizzi, e apportate le altre modifiche e integrazioni al sistema vigente necessarie a tener conto dei caratteri specifici di questa forma di attività assicurativa.

10. *Il finanziamento della ristrutturazione delle imprese di assicurazione della responsabilità civile connessa alla circolazione di veicoli e l'istituzione del Ruolo dei periti di assicurazione*

La legislazione in materia di assicurazione della responsabilità civile per la circolazione dei veicoli a motore include, in questi stessi anni, una serie di provvedimenti relativi a problematiche proprie dell'industria italiana.

È così prevista l'istituzione (l. 17 febbraio 1992, n. 166) del Ruolo dei periti assicurativi per l'accertamento e la stima dei danni, soggetti alla disciplina della legge 24 dicembre 1969, n. 990, ai quali può rivolgersi l'assicurato nel caso in cui ritenga di non accettare la stima del danno operata dall'impresa[79], quale stru-

inoltre previsto che l'assicurazione obbligatoria della responsabilità civile doveva considerarsi estesa anche alla responsabilità per i danni causati nel territorio degli Stati membri della Comunità economica europea.

[79] L'iscrizione al ruolo, che diventa condizione per l'esercizio in proprio dell'attività di perito, viene subordinata all'accertamento di una serie di requisiti di onorabilità e di professionalità da verificare attraverso una prova di idoneità, ovvero mediante il pregresso svolgimento dell'attività. La tenuta del ruolo è affidata alla Direzione generale delle assicurazioni private e di interesse collettivo

mento per far fronte ad alcune difficoltà che la pratica aveva evidenziato in ordine al procedimento di liquidazione del danno previsto dalla l. n. 990/1969.

Alle necessità connesse alla liquidazione coatta di un consistente numero di imprese – nate con finalità speculative soprattutto nel corso degli anni Settanta allo scopo di approfittare dell'istituzione dell'obbligo dell'assicurazione della responsabilità civile derivante dalla circolazione stradale – può essere ricondotta la l. 24 dicembre 1992, n. 506, che autorizza il commissario straordinario di un'impresa esercente l'assicurazione della responsabilità civile per i danni causati dalla circolazione dei veicoli, qualora consideri possibile il risanamento dell'impresa, a presentare al ministro dell'Industria, del commercio e dell'artigianato la richiesta di un finanziamento da parte dell'Istituto nazionale delle assicurazioni, a carico della gestione autonoma del fondo di garanzia per le vittime della strada, di cui vengono fissati precisi limiti, commisurati alle riserve tecniche e all'ammontare dei risarcimenti dovuti dall'impresa. Siamo qui di fronte a un meccanismo di sostegno di categoria analogo nelle finalità a quelli previsti dai fondi interbancari di tutela dei depositanti, che tuttavia operano con differenti strumenti.

11. *La disciplina dell'assicurazione del credito alle esportazioni: la creazione dell'Istituto per i servizi assicurativi del commercio estero*

Il d.lgs. 31 marzo 1998, n. 143, introduce una serie di modificazioni al sistema dell'assicurazione dei crediti alle esportazioni, propedeutiche agli sviluppi che avranno luogo nel decennio suc-

del Ministero dell'industria, del commercio e dell'artigianato, mentre al ministro spetta il potere di iscrivere e di cancellare il perito dal ruolo, previo accertamento dei relativi requisiti. La legge prevede inoltre la costituzione di una Commissione nazionale per i periti assicurativi presso lo stesso Ministero con funzioni consultive nelle questioni concernenti la formazione e la tenuta del ruolo, nonché di promozione e istruttoria dei procedimenti disciplinari nei confronti degli iscritti, oltre alla creazione presso ogni camera di commercio, industria, artigianato e agricoltura di una Commissione provinciale per i periti assicurativi, con compiti di custodia del ruolo e di controllo sull'attività degli iscritti.

cessivo. Viene infatti costituito un nuovo Istituto per i servizi assicurativi del commercio estero (SACE), con personalità giuridica di diritto pubblico, posto sotto la vigilanza del Ministero del tesoro, del bilancio e della programmazione economica, con la contestuale soppressione della Sezione speciale per l'Assicurazione del credito all'esportazione e il subingresso dell'istituto in tutti i rapporti attivi e passivi dalla stessa instaurati.

L'istituto, chiamato ad adempiere ai propri compiti secondo criteri di efficienza ed economicità, sulla base delle deliberazioni adottate dal CIPE in materia di internazionalizzazione, deve provvedere all'assicurazione dei «rischi di carattere politico, catastrofico, economico, commerciale e di cambio ai quali sono esposti, direttamente o indirettamente» gli operatori nazionali «nella loro attività con l'estero e di internazionalizzazione dell'economia italiana», oltre al rilascio di garanzie per i medesimi rischi. L'istituto viene inoltre autorizzato a concedere garanzie o ad assicurare banche nazionali o straniere «per crediti da esse concessi ad operatori nazionali o alla controparte estera, destinati al finanziamento delle suddette attività, nonché per i crediti dalle stesse concessi a Stati e banche centrali destinati al rifinanziamento di debiti di tali Stati».

A differenza di quanto previsto dalla precedente legislazione in materia di assicurazione dei crediti alle esportazioni, la definizione dei rischi assicurabili non viene operata a livello primario ma delegata al Comitato interministeriale per la programmazione economica, dietro proposta del Ministero del tesoro, del bilancio e della programmazione economica, di concerto con il Ministero del commercio con l'estero.

All'istituto viene concesso un fondo di dotazione iniziale commisurato al patrimonio netto della Sezione speciale per l'Assicurazione del credito all'esportazione, che può essere aumentato mediante appositi stanziamenti inseriti nello stato di previsione del Ministero del tesoro, del bilancio e della programmazione economica. Gli impegni assicurativi assunti sono garantiti dallo Stato entro i limiti di un piano previsionale elaborato ogni anno dal CIPE tenendo conto «delle esigenze di internazionalizzazione e dei flussi di esportazione, della rischiosità dei mercati e dell'incidenza sul bilancio dello Stato», ma è, in ogni caso, prevista la possibilità di stanziare somme per il pagamento degli indennizzi non

coperti dai proventi dell'attività assicurativa, da iscrivere sempre nello stato di previsione del Ministero del tesoro, sebbene all'istituto sia ora espressamente richiesto di costituire un apposito fondo di riserva a fronte degli impegni assicurativi assunti.

Dal punto di vista operativo, come già accaduto con l'analoga attività svolta dall'INA e dalla sua apposita sezione, viene prevista la surroga dell'istituto nel rapporto assicurato nei limiti della quota per la quale è stato liquidato l'indennizzo, riconoscendo la possibilità di conferire all'istituto il mandato a recuperare qualunque altra somma e a esercitare gli altri diritti spettanti all'assicurato.

12. *Altri provvedimenti riguardanti aspetti particolari dell'attività assicurativa*

Nel periodo considerato il legislatore è impegnato anche nella regolamentazione di particolari rami del settore danni ovvero di profili connessi con l'attività assicurativa. Il d.lgs. 26 novembre 1991, n. 393 dà contemporanea attuazione alle direttive 84/641/CEE, 87/343/CEE e 87/344/CEE in materia di assicurazioni di assistenza turistica[80], crediti e cauzioni[81] e tutela giudiziaria[82].

[80] In materia di assicurazione di assistenza turistica, dopo aver fornito un'analitica definizione del ramo e identificate le imprese di assicurazioni che potevano praticarla, il d.lgs. n. 393/1991 sottopone al controllo dell'ISVAP tutti i mezzi utilizzati dall'impresa per lo svolgimento dell'attività, compresi le attrezzature, il personale in generale e la qualificazione del personale medico in particolare.

[81] Alle imprese operanti nel ramo dell'assicurazione del credito viene, in particolare, imposta la costituzione della *riserva di compensazione* «destinata a coprire l'eventuale perdita tecnica nel ramo credito alla fine di ciascun esercizio», mediante l'accantonamento di una percentuale dell'eventuale eccedenza tecnica realizzata nel ramo credito e fino al raggiungimento di un importo minimo o, in mancanza, di una percentuale dei premi.

[82] In relazione alla tutela giudiziaria viene fornita un'analitica definizione del ramo, regolati gli obblighi di trasparenza contrattuale nel caso di cumulo con altre garanzie, i diritti dell'assicurato, e le diverse modalità di gestione dei sinistri da parte dell'impresa (gestione diretta, affidamento ad altra impresa, ricorso a un professionista nominato dall'assicurato) e le cautele necessarie a evitare che, soprattutto nel caso di gestione diretta del sinistro, le altre attività eventualmente svolte dall'impresa possano interferire con quella di tutela giudiziaria. Le soluzioni adottate dalla direttiva sull'assicurazione di tutela giudiziaria sono influenzate dai problemi che questa particolare forma assicurativa

Nel contesto delle disposizioni miranti a contrastare il fenomeno dei sequestri di persona a scopo di estorsione, il d.l. 15 gennaio 1991, n. 8, convertito in l. 15 marzo 1991, n. 82, dopo aver introdotto una nuova fattispecie incriminatrice riguardante la stipula di «contratti di assicurazione aventi ad oggetto la copertura del rischio, nel territorio dello Stato, rappresentato dal pagamento del prezzo del riscatto in caso di sequestro di persona a scopo di estorsione, proprio o di altre persone», sanziona con la nullità i contratti di assicurazione aventi a oggetto, sotto qualsiasi forma, il rischio del sequestro di persona a scopo di estorsione.

Da ultimo, la l. 17 febbraio 1992, n. 207, estende alle società cooperative autorizzate all'esercizio dell'assicurazione le regole previste dalla stessa legge in materia di banche popolari, e riguardanti il valore nominale minimo delle quote, la partecipazione massima detenibile da singoli soci, il numero dei soci e le conseguenze del rifiuto del gradimento nei confronti dell'acquirente le azioni.

pone negli Stati (Francia e Germania) nei quali il fenomeno è maggiormente diffuso: su questi argomenti e sull'attuazione in Italia della direttiva ad opera del d.lgs. n. 393/1991: C. Isola, *La direttiva CEE "tutela giudiziaria" ed il suo recepimento nelle legislazioni degli stati membri*, in «Assicurazioni», I, 1992, pp. 40 ss.

VII.
LA LEGISLAZIONE ASSICURATIVA NEGLI ULTIMI DIECI ANNI

1. *Introduzione*

Nel ricostruire la regolamentazione assicurativa negli ultimi dieci anni appare opportuno introdurre una precisa linea di demarcazione, rappresentata dell'entrata in vigore del codice delle assicurazioni private (d.lgs. 7 settembre 2005, n. 209). Da un lato, l'opera di compilazione che ha condotto all'adozione di quest'ul-

timo, determinando l'abrogazione dei provvedimenti contenenti le regole oggetto di codificazione, ha infatti definitivamente consegnato alla storia buona parte della legislazione fino a quel momento emanata. Per altro verso, gli sviluppi successivi della regolamentazione assicurativa, sia per il brevissimo periodo di tempo a oggi intercorso, sia perché si tratta di regole tuttora efficaci, non possono considerarsi appartenenti alla storia normativa, per quanto recente, bensì all'analisi del diritto vigente, e dovranno di conseguenza essere trattati in modo piuttosto sintetico.

Questo capitolo è pertanto diviso in due parti, rispettivamente dedicate alla legislazione che va dall'inizio del nuovo millennio fino all'approvazione del codice e a quanto accaduto in seguito nella legislazione assicurativa. Nella prima (par. 2) osserveremo gli ulteriori passi compiuti all'interno dei processi di riforma del sistema previdenziale e di privatizzazione avviati nel decennio precedente, ma anche le risposte normative date a nuovi problemi in materia assicurativa, relativi ad es. alla tutela del consumatore, ai gruppi di imprese, alla gestione prudenziale, per giungere all'approvazione del codice come strumento di razionalizzazione nell'ormai intricatissimo insieme delle leggi in materia. Nella seconda (par. 3), daremo semplicemente atto dei provvedimenti emanati negli ultimi anni. Un accenno alle misure adottate in risposta ai gravissimi problemi che il sistema finanziario ha dovuto affrontare a partire dagli ultimi mesi del 2007 sarà poi fatto nel par. 3.5. In un ultimo paragrafo, verranno esaminati i principali processi riformatori in atto, destinati a confluire, in un futuro non troppo lontano, nella legislazione vigente in materia assicurativa[83].

[83] All'inizio del decennio il mercato assicurativo internazionale affronta le gravissime conseguenze economiche degli attentati terroristici di New York e di Washington del settembre 2001. Com'è noto, questi ultimi spingono gli organi sovranazionali e i legislatori nazionali all'adozione di un complesso di misure volte a prevenire l'utilizzo del sistema finanziario per il finanziamento di attività terroristiche, innovazioni che hanno interessato anche il settore assicurativo. In questo contesto l'ISVAP è stato tra l'altro chiamato a far parte del *Comitato di sicurezza finanziaria* (d.lgs. 22 giugno 2007, n. 109, portante misure per prevenire, contrastare e reprimere il finanziamento del terrorismo e l'attività dei paesi che minacciano la pace e la sicurezza internazionale, in attuazione della dir. 2005/60/CE). Una prima riflessione sugli strumenti che la regolamentazione delle assicurazioni è in grado di offrire per fronteggiare pericoli così rilevanti è svolta da V. Afferni,

2. *Dall'inizio del nuovo millennio fino all'introduzione del codice delle assicurazioni private (2005)*

2.1. *La regolamentazione generale dell'impresa di assicurazione. Le nuove regole sul margine di solvibilità; le regole sull'insolvenza transfrontaliera; le norme sul bilancio*

Fino all'adozione del codice, la regolamentazione generale dell'impresa di assicurazione vede l'introduzione di una pluralità di provvedimenti, anche in questo caso spesso motivati dalla necessità di dare attuazione a direttive comunitarie, con i quali viene tra l'altro realizzata l'estensione dell'area della vigilanza a materie in precedenza non espressamente considerate dalla legislazione primaria, in vista del rafforzamento della gestione prudenziale dell'impresa.

In attuazione alla dir. 98/78/CE, il d.lgs. 17 aprile 2001, n. 239 introduce una forma di vigilanza supplementare sulle imprese di assicurazione appartenenti a un gruppo assicurativo, per regolare gli effetti che la partecipazione al capitale di altre imprese assicurative avrebbe potuto determinare sul margine. A questo scopo vengono attribuiti all'ISVAP poteri di carattere informativo e ispettivo nei confronti dei soggetti vigilati e sulle operazioni intragruppo, e sono disciplinate le modalità di calcolo della *situazione di solvibilità corretta* da parte delle imprese rientranti nell'ambito della vigilanza supplementare, tra le quali l'obbligo di eliminare il computo doppio o plurimo degli elementi costitutivi il margine tra le imprese di assicurazione considerate[84].

Le coperture antiterrorismo: problematiche e possibili soluzioni, in «Assicurazioni», I, 2001, pp. 267 ss., e da A. Desiata, *Gli eventi dell'11 settembre e l'assicurazione italiana*, in «Assicurazioni», I, 2001, pp. 281 ss. Gli strumenti adottati a livello comunitario per affrontare il problema del risarcimento del danno alle vittime del terrorismo (in particolare la comunicazione della Commissione COM(2004)221 e la dir. 2004/80/CE del 29 aprile 2004) sono ricostruiti, nel contesto di una più generale analisi comparatistica degli strumenti adottati, da A. Solimando, *Il rischio terrorismo: problematiche assicurative e possibili soluzioni. Il caso francese*, in «Assicurazioni», I, 2005, pp. 51 ss., nel quale viene inoltre constatata «la totale assenza sul mercato italiano di una disciplina organica sul rischio terrorismo», p. 67.

[84] F.P. Natale, *Forme di copertura del margine di solvibilità e passività subordinate nelle imprese di assicurazione*, in «Dir. econ. ass.», 2003, pp. 27 ss.

La regolamentazione del margine di solvibilità delle imprese operanti nel settore vita e nel settore danni viene resa ancora più organica ad opera del d.lgs. 3 novembre 2003, n. 307, emanato in attuazione delle direttive 2002/12/CE e 2002/13/CE, comunemente considerate i provvedimenti conclusivi dell'iter legislativo (denominato *Solvency I*) intrapreso fin dall'inizio degli anni Settanta del secolo scorso attraverso cui, come abbiamo visto, è stato attuato il principio in forza del quale le imprese di assicurazione debbono disporre di una quantità di mezzi propri commisurata all'attività svolta per far fronte a rischi inattesi. Rispetto ai precedenti provvedimenti in materia, il legislatore interviene in particolare sul livello minimo del requisito patrimoniale, sui profili connessi ai beni utilizzabili a copertura del margine, precisando la distinzione tra quelli utilizzabili liberamente, quelli utilizzabili solo in presenza di determinate condizioni e quelli il cui impiego è soggetto all'autorizzazione dell'ISVAP, oltre alla previsione del calcolo di distinti margini di solvibilità, per le imprese operanti nel settore danni, in relazione all'ammontare annuo dei premi o contributi e all'onere medio dei sinistri.

Con il d.lgs. 9 aprile 2003, n. 93 (attuativo della dir. 2001/17/CE, in materia di crisi e risanamento delle imprese di assicurazione) vengono regolati gli effetti dei provvedimenti di amministrazione straordinaria nei confronti delle succursali delle imprese di assicurazione operanti in altri Stati membri e dei provvedimenti di risanamento adottati in altri Stati membri nei confronti delle succursali operanti in Italia, le forme di collaborazione informativa tra l'ISVAP e le autorità nazionali di vigilanza nei casi di liquidazione coatta amministrativa, e vengono introdotte disposizioni miranti a rafforzare il vincolo di destinazione delle attività a copertura delle riserve tecniche, regole procedurali dirette ad accrescere l'effettività della tutela dei creditori residenti in altri Stati membri, e regolati gli effetti delle procedure di liquidazione disposte in altri Stati membri su rapporti giuridici posti in essere in Italia.

Nel medesimo anno, con il d.lgs. 30 dicembre 2003, n. 394, viene inoltre data attuazione alla dir. 2001/65/CE in materia di regole di valutazione per i conti annuali e consolidati di taluni tipi di società, nonché di banche e di altre istituzioni finanziarie, attraverso regole specifiche riguardanti le informazioni aggiun-

tive che la nota integrativa e la relazione sulla gestione delle imprese di assicurazione devono fornire in ordine al *fair value* degli strumenti finanziari derivati.

2.2. *La disciplina dei conglomerati finanziari*

Nella prospettiva dell'allargamento dell'area di vigilanza per la prevenzione di comportamenti potenzialmente dannosi per la gestione prudenziale dell'impresa deve essere posto anche il d.lgs. 30 maggio 2005, n. 142, attuativo della dir. 2002/87/CE relativa alla vigilanza supplementare sugli enti creditizi, sulle imprese di assicurazione e sulle imprese di investimento appartenenti a un conglomerato finanziario, nonché all'istituto della consultazione preliminare in tema di assicurazioni[85].

Le finalità della vigilanza supplementare sulle imprese regolamentate, cioè banche, istituti di moneta elettronica, imprese di assicurazione e imprese di investimento appartenenti a un conglomerato finanziario, vengono individuate nella «salvaguardia della stabilità del conglomerato nel suo complesso e delle imprese, regolamentate e non, che ne fanno parte» e nella «prevenzione degli effetti destabilizzanti sul sistema finanziario derivanti dalle difficoltà finanziarie delle imprese appartenenti a un conglomerato finanziario», cioè, limitandosi al caso principale, un qualsiasi gruppo di imprese a capo del quale vi sia un'impresa regolamentata.

La legge prevede a questo scopo la nomina di un coordinatore, cioè dell'autorità di vigilanza responsabile per il coordinamento e l'esercizio della vigilanza supplementare, investito di una serie di compiti di carattere informativo e di vigilanza in senso stretto sul conglomerato finanziario con particolare riferimento alla situazione patrimoniale e finanziaria, alla concentrazione dei rischi e alle operazioni intragruppo, ai possibili rischi di contagio all'interno del conglomerato finanziario oltre alla pianificazione e al coordinamento delle attività di vigilanza delle autorità competenti.

[85] Sulla direttiva *ibid.*; M. Morvillo, *La vigilanza sul conglomerato finanziario nella prospettiva assicurativa*, in «Assicurazioni», I, 2002, pp. 545 ss.

Inoltre, le imprese regolamentate appartenenti a un conglomerato finanziario vengono obbligate a detenere mezzi propri disponibili a livello di conglomerato per un importo equivalente ai requisiti di adeguatezza patrimoniale stabiliti sulla base di uno dei metodi di calcolo indicati nell'allegato alla legge (consolidamento contabile, deduzione e aggregazione, deduzione del valore contabile della partecipazione del requisito di solvibilità, o una combinazione di questi metodi), e a riferire a intervalli regolari al coordinatore in merito a ogni significativa concentrazione dei rischi a livello del conglomerato e alle operazioni infragruppo significative delle imprese regolamentate effettuate all'interno del conglomerato, oltre a porre in essere nell'ambito del conglomerato adeguati meccanismi di controllo interno e procedure di gestione del rischio.

2.3. *Le norme a tutela del cliente*

La legislazione generale in materia di assicurazione si arricchisce in questi anni di varie disposizioni a tutela del cliente dell'impresa, emanate nell'ambito di provvedimenti generali a tutela del consumatore.

La disciplina della vendita diretta a domicilio (l. 17 agosto 2005, n. 173), pur escludendo dal proprio ambito di applicazione l'offerta, la sottoscrizione e la propaganda a fini commerciali di prodotti e servizi assicurativi, prevede che queste operazioni siano invece soggette alle disposizioni, contenute nello stesso provvedimento, per la tutela del consumatore contro le pratiche di vendita piramidali[86].

Contestualmente il d.lgs. 19 agosto 2005, n. 190 dà attuazione alla dir. 2002/65/CE relativa alla commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori, applicabile anche ai servizi di assicurazione o di previdenza individuale, che sono a questo scopo ricompresi nella nozione di servizio finanziario accanto

[86] I. Zecchino, *Vendite piramidali*, in «Notariato», 2007, pp. 197 ss.; E. Squarcia, *Vendita piramidale e tutela dei consumatori: un intervento settoriale da inserire nella più globale e completa riforma del codice del consumo*, in «Le Nuove Leggi Civ. Comm.», 2006, pp. 601 ss.

a quelli di natura bancaria, creditizia, di pagamento e di investimento[87]. La legge introduce l'obbligo di comunicare alla potenziale controparte dell'impresa una serie di informazioni già durante la trattativa, il diritto di recesso *ad nutum* del cliente, prevedendo un periodo di ripensamento più lungo di quello ordinario nel caso di contratti di assicurazione sulla vita e altre cautele, tra le quali l'inversione dell'onere della prova in ordine al rispetto degli obblighi da parte del fornitore.

2.4. *La disciplina dell'assicurazione della responsabilità civile connessa alla circolazione di veicoli*

Anche in questo periodo vengono emanati numerosi provvedimenti in materia di assicurazione della responsabilità civile connessa alla circolazione di veicoli rivolti sia alla tutela del cliente – quest'ultimo soprattutto contro i rischi di indiscriminati aumenti tariffari – e del danneggiato, sia alla disciplina dell'impresa operante in questo settore. A livello legislativo inizia inoltre a emergere il problema dei comportamenti fraudolenti a danno delle imprese, che viene affrontato in questa fase prevedendo il ricorso a strumenti di tipo informativo e preventivo, oltre che sanzionatori.

Già all'inizio del decennio, alle imprese operanti nel settore della r.c. auto viene vietato (d.l. 28 marzo 2000, n. 70 convertito, con modificazioni, nella l. 26 maggio 2000, n. 137) di applicare, in sede di rinnovo del contratto e in via transitoria, aumenti tariffari nei confronti dei clienti a carico dei quali non risultino sinistri, prevedendo allo stesso tempo, per rendere più efficace la prevenzione e il contrasto di comportamenti fraudolenti nel settore delle assicurazioni obbligatorie, la creazione, presso l'ISVAP, di una banca dati dei sinistri, con l'obbligo delle imprese di comunicare i sinistri dei propri assicurati con cadenza trimestrale.

La successiva l. 5 marzo 2001, n. 57, introduce un variegato insieme di disposizioni in materia di assicurazione della respon-

[87] A. Torelli, *Contratti a distanza e tutela del consumatore. La nuova disciplina nella commercializzazione dei servizi finanziari*, in «Le Nuove Leggi Civ. Comm.», 2006, pp. 621 ss.; G. Pedrazzi, *Attuazione della direttiva 2002/65/CE relativa alla commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori*, in «Obbl. e Contr.», 2006, p. 2.

sabilità civile derivante dalla circolazione di veicoli, comprendenti la disciplina della trasparenza dei premi, il recesso dal contratto, i criteri da seguire nell'istituzione della banca dati dei sinistri oltre alle nuove importanti regole per la liquidazione del danno biologico conseguente alle lesioni alla persona di lieve entità[88].

Altrettanto eterogeneo è il contenuto della l. 12 dicembre 2002, n. 273, che interviene, tra l'altro, sull'uniformità dei premi a livello nazionale, e sull'obbligo delle imprese del settore di servirsi di un attuario per la determinazione dei premi e delle riserve tecniche[89]. Allo scopo di prevenire e reprimere i comporta-

[88] Le imprese operanti nel settore vengono obbligate a rendere pubblici i *premi annuali di riferimento* e a rendere visibili, nei propri punti di vendita, le tariffe e le condizioni concernenti le polizze assicurative, allo scopo di garantire la trasparenza e la concorrenzialità delle offerte dei servizi assicurativi, oltre a un'adeguata informazione agli utenti. Viene resa più semplice la disdetta dei contratti e fornita una definizione dei premi annuali di riferimento indicando le caratteristiche dei soggetti, dei veicoli e delle formule tariffarie, rendendo così più agevole la comparazione tra quanto offerto dalle diverse imprese. L'ISVAP viene delegata a disciplinare la banca dati dei sinistri prevista dal d.l. n. 70/2000 nel rispetto, tra gli altri, dei principi in materia di tutela dei dati personali di cui alla l. 31 dicembre 1996, n. 675. Le imprese devono comunicare sia agli assicurati che ai danneggiati gli atti riguardanti i sinistri nei quali sono incorsi; è prevista una sanzione pecuniaria per le imprese che rifiutano di concludere i contratti di assicurazione obbligatoria della responsabilità civile (trasgredendo al relativo obbligo) ed è vietato condizionare la conclusione di tale contratto alla stipula di altre polizze. Vengono inoltre ridotti i termini per la presentazione dell'offerta di risarcimento del danno alle cose nel caso di denuncia congiunta dei conducenti e stabilito che l'obbligo di formulare l'offerta di risarcimento debba essere osservato anche nel caso di danno alle persone. In attesa di una regolamentazione organica del risarcimento del danno biologico, vengono infine fissati i parametri che, nel caso di danni alla persona di lieve entità derivanti dalla circolazione dei veicoli, devono essere seguiti per la liquidazione, affidando al ministro della Sanità il compito di individuare le relative tipologie di lesione, e fornita una definizione del danno biologico indipendente dalle conseguenze del sinistro sulla capacità reddituale del danneggiato. M. Rossetti, *Nuove norme in tema di assicurazione della r.c.a. e di danno biologico*, in «Corriere Giur.», 2001, pp. 576 ss.

[89] C. De Ferra, *Benvenuto Attuario R.C.A.!*, in «Assicurazioni», I, 2003, pp. 337 ss. Allo scopo di favorire la tutela dei consumatori per i servizi assicurativi nel settore, l'ISVAP viene obbligata a comunicare al Ministero delle attività produttive, nel frattempo succeduto al Ministero dell'industria, del commercio e dell'artigianato per effetto delle previsioni contenute nel d.lgs. 30 luglio 1999, n. 300, «dati, informazioni e notizie relativi alle tariffe dell'assicurazione obbligatoria della responsabilità civile derivante dalla circolazione dei veicoli a motore e dei natanti», ed è prevista l'istituzione presso lo stesso Ministero di

menti fraudolenti in danno delle imprese, la legge, modificando l'art. 642 del codice penale, punisce il danneggiamento fraudolento dei beni assicurati e la mutilazione fraudolenta della propria persona e introduce l'obbligo del danneggiato di trasmettere all'impresa il documento attestante l'avvenuta riparazione del veicolo o la sua rottamazione, prevedendo il diritto dell'assicuratore di ripetere quanto pagato nel caso di omesso invio di tale documentazione.

Il d.lgs. 30 giugno 2003, n. 190, attuando la dir. 2000/26/CE, disciplina il diritto al risarcimento «per danni a cose o a persone derivanti da sinistri avvenuti in uno Stato membro diverso da quello di residenza degli stessi, provocati dall'uso di veicoli che sono assicurati e stazionano abitualmente in uno Stato membro». Accanto ad altre importanti innovazioni in materia[90], il d.lgs. n. 190/2003 ri-

un comitato di esperti in materia di assicurazione obbligatoria della responsabilità civile derivante dalla circolazione dei veicoli «con il compito di osservare l'andamento degli incrementi tariffari praticati dalle imprese di assicurazione operanti nel territorio della Repubblica, valutando in particolare le differenze tariffarie applicate sul territorio della Repubblica italiana e anche in quale misura si sia tenuto conto del comportamento degli assicurati che nel corso dell'anno non abbiano denunciato incidenti». Viene nuovamente formulata la previsione riguardante l'istituzione della banca dati dei sinistri, per rendere più agevole la prevenzione e il contrasto dei comportamenti fraudolenti nel settore delle assicurazioni obbligatorie per i veicoli a motore. Allo scopo di garantire la trasparenza e la concorrenzialità delle offerte dei servizi assicurativi, e un'adeguata informazione agli utenti, le imprese sono obbligate a rendere pubblici i premi e le condizioni generali e speciali di polizza praticati, presso ogni punto vendita dell'impresa e mediante siti internet strutturati in modo da consentire agli utenti di calcolare premi e prendere visione delle condizioni di polizza per autoveicoli, motoveicoli, ciclomotori e natanti da assicurare. Viene inoltre imposto alle imprese di uniformare sull'intero territorio nazionale i premi praticati agli assicurati appartenti alla classe di merito di massimo sconto. In materia di risarcimento del danno biologico, è riconosciuto al giudice il potere di aumentare il risarcimento rispetto ai limiti in precedenza fissati, ma comunque non oltre un valore massimo e con l'obbligo di motivare specificamente l'aumento.

[90] Le imprese esercenti l'assicurazione obbligatoria della responsabilità civile derivante dalla circolazione dei veicoli sono obbligate a nominare un mandatario incaricato della gestione e della liquidazione dei sinistri avvenuti in uno Stato membro diverso da quello di residenza del danneggiato, provocati dall'uso di veicoli che sono assicurati e stazionano abitualmente in uno Stato membro. Ai soggetti residenti in Italia danneggiati da sinistri della circolazione stradale provocati da veicoli stazionanti abitualmente e assicurati in un altro Stato membro e accaduti in uno degli Stati aderenti al sistema della carta verde, viene riconosciuto il

conosce alla CONSAP s.p.a., in qualità di gestore del fondo di garanzia per le vittime della strada, il ruolo di organismo di indennizzo nazionale[91] con l'incarico di risarcire gli aventi diritto residenti in Italia dei danni derivanti da sinistri avvenuti in un altro Stato membro e provocati dall'uso di un veicolo assicurato e stazionante in altri Stati membri, di un veicolo di cui risulti impossibile l'identificazione e di un veicolo di cui risulti impossibile, entro un tempo ragionevole, identificare l'impresa di assicurazione, e di intervenire qualora il sinistro avvenga in uno Stato terzo, il cui Ufficio nazionale di assicurazione abbia aderito al sistema della carta verde[92].

2.5. *Le disposizioni in materia di assicurazione dei crediti alle esportazioni. La creazione della SACE s.p.a.*

La privatizzazione degli enti pubblici operanti nel settore assicurativo vede in questi anni la trasformazione (ad opera del d.l.

diritto di richiedere il risarcimento del danno oltre che al responsabile del sinistro anche all'impresa di assicurazione con la quale era assicurato il veicolo, ovvero anche al suo mandatario designato nel territorio della Repubblica. Per consentire agli aventi diritto di chiedere il risarcimento a seguito di un sinistro derivante dalla circolazione dei veicoli a motore, è prevista l'istituzione presso l'ISVAP di un Centro di informazione incaricato di tenere un registro contenente una serie di informazioni riguardanti i veicoli abitualmente stazionanti in Italia e di assistere gli aventi diritto al risarcimento nell'ottenere tali informazioni.

[91] Nonostante questa innovazione, la CONSAP ha continuato ad avvalersi dell'Ufficio centrale italiano per lo svolgimento dei propri compiti di organismo di indennizzo nazionale fino al 1° febbraio 2006, quando è stata risolta la convenzione in essere tra i due soggetti, anche a seguito delle modifiche nel frattempo introdotte dal codice delle assicurazioni private. Su questi profili P. Panarelli, F. Lazari, *Il ruolo dell'Organismo di indennizzo italiano nell'ambito dei sinistri transfrontalieri*, in «Assicurazioni», I, 2009, pp. 437 ss.

[92] Sulle origini del sistema della carta verde, nato per iniziativa delle imprese di assicurazione per consentire al possessore della carta, emessa dall'impresa del paese dell'automobilista, di usufruire anche all'estero dell'assicurazione della responsabilità civile derivante dalla circolazione del veicolo attraverso «gli uffici locali di liquidazione dei danni, che agiscono per conto dell'assicuratore, applicandone la garanzia secondo la legislazione del paese in cui il danno si è verificato», P. Sacerdoti, *Problemi attuali delle assicurazioni private*, in «Dir. prat. assic.», 1959, p. 5, nonché V. Colasso, *L'assicurazione R. C. dell'automobilista straniero circolante in Italia*, in «Dir. prat. assic.», I, 1967, p. 370 ss., con particolare riferimento alla costituzione nel 1953 dell'Ufficio centrale italiano quale *bureau* incaricato dell'emissione della carta verde e della cura delle procedure di liquidazione.

30 settembre 2003, n. 269, convertito con modificazioni nella l. 24 novembre 2003, n. 326) dell'Istituto per i servizi assicurativi del commercio estero in una società per azioni denominata Servizi assicurativi del commercio estero - SACE s.p.a., con l'attribuzione di tutte le azioni al Ministero dell'economia e delle finanze, il subingresso della nuova società nei compiti e in tutti i rapporti giuridici facenti capo all'istituto, prevedendo altresì la periodica determinazione dei limiti della garanzia pubblica attraverso la legge di approvazione del bilancio dello Stato.

2.6. *Il processo di riforma del sistema previdenziale*

Il processo di riforma del sistema previdenziale prosegue nel corso del nuovo decennio con l'adozione di una serie di provvedimenti diretti a rafforzare la previdenza complementare individuale e collettiva, anche attraverso una serie di interventi sul trattamento fiscale delle relative prestazioni e contribuzioni.

Un nuovo passo verso la realizzazione del terzo pilastro viene compiuto con il d.lgs. 18 febbraio 2000, n. 47[93]. Nei primi inter-

[93] Le disposizioni di carattere fiscale contenute nel provvedimento mirano a suscitare un risveglio di interesse verso i prodotti tradizionali del ramo vita, mentre nel periodo precedente l'attenzione del mercato era soprattutto rivolta ai prodotti a prevalente componente finanziaria: G. Giannini, *La Governance del mercato assicurativo*, in «Resp. civ. e prev.», I, 2004, pp. 28 ss. Sulle innovazioni rispetto alla precedente disciplina, con particolare riferimento alle diverse tipologie di previdenza individuale e ai destinatari di questa, M. Bessone, *Fondi pensione e previdenza complementare. La forma «a prestazione definita»*, in «Lavoro nella Giur.», 2002, pp. 205 ss.

Le diverse posizioni espresse all'epoca in ordine alla futura sostenibilità del sistema della previdenza complementare e all'eventuale coinvolgimento dello Stato nella sua gestione vengono così sintetizzate da G. Galli, *La previdenza complementare: il dibattito internazionale e le prospettive per l'Italia*, in «Assicurazioni», I, 2003, pp. 477 ss.: «Chi afferma che le riforme sono già state fatte ritiene che gli oneri che verranno addossati alle future generazioni siano sostenibili o comunque equi rispetto a quelli che gravano sulla generazione presente. Chi invece afferma che le riforme debbano ancora essere completate ritiene che la distribuzione degli oneri sia ancora squilibrata a sfavore delle generazioni future»; «In linea di principio, non ha importanza se il maggiore risparmio sia pubblico o privato. Come ha messo in luce la Commissione insediata dall'amministrazione Clinton a metà degli anni Novanta, lo Stato potrebbe: a) risparmiare per conto dei privati (ad es. con conti ad accumulazione presso le istituzioni della sicurezza sociale), oppure

venti legislativi in materia, la previdenza individuale era stata considerata dapprima come strumento per il superamento di eventuali carenze delle forme di previdenza complementare collettiva, e poi come mezzo di integrazione delle principali tutele che le fonti istitutive delle forme di previdenza complementare dovevano mettere a disposizione del lavoratore. Il nuovo provvedimento prevede invece che le forme pensionistiche individuali possano attuarsi mediante l'adesione ai fondi pensione aperti e, soprattutto, che la previdenza individuale possa realizzarsi anche mediante contratti di assicurazione sulla vita stipulati con imprese di assicurazione, in entrambi i casi anche in mancanza di una specifica previsione all'interno delle fonti istitutive.

In seguito, la legge 23 dicembre 2000, n. 388 interviene sul-

anche, e in un certo senso più semplicemente, b) contenere il proprio disavanzo con riduzioni di spese o aumenti di imposte (o contributi sociali). Il minor onere che ne conseguirebbe in futuro per il servizio del debito pubblico potrebbe essere poi distribuito nel modo che si ritiene più appropriato fra le diverse generazioni (lavoratori e pensionati), nel periodo della cosiddetta "gobba pensionistica"»; «Si discute molto se sia opportuno un intervento dello Stato per conto dei privati (punto a). Alcuni ritengono che questa sia la soluzione migliore perché: a) sarebbero più contenuti i costi di gestione grazie alle economie di scala; b) lo Stato sarebbe in grado di offrire garanzie più credibili, in termini, ad esempio, di rendimento minimo (mutualità dovuta alle maggiori dimensioni del fondo pubblico e alla possibilità di ricorrere allo strumento fiscale); c) la previdenza privata sarebbe meno in grado, rispetto a quella pubblica, di resistere alla tentazione di offrire vie d'uscita anticipate (ad esempio in caso di malattia o perdita del posto di lavoro), il che vanificherebbe almeno in parte la natura pensionistica del risparmio. L'opinione prevalente, non solo negli Stati Uniti, è che il mercato, opportunamente regolato, potrebbe far meglio dello Stato. Gli argomenti sono: a) è inopportuno che lo Stato intervenga sul mercato finanziario e in particolare su quello azionario. Anche se è possibile immaginare rigorose regole di governance, è difficile evitare interferenze politiche sull'uso dei fondi [...]. b) sarebbe molto forte la tentazione di utilizzare il surplus accumulato dalla previdenza pubblica per coprire disavanzi correnti o quantomeno per rinviare gli aggiustamenti che sono necessari al mercato pubblico. c) la previdenza privata è meglio in grado di soddisfare le diverse esigenze degli individui, comprese quelle che portano ad uscite anticipate [...]. d) la concorrenza fra istituzioni finanziarie private che offrono strumenti previdenziali migliorerebbe l'allocazione del portafoglio, a beneficio degli iscritti, nonché l'utilizzo complessivo delle risorse e dunque la crescita economica. e) politicamente è molto difficile obbligare le persone a risparmiare di più: un contributo ad un fondo pubblico, anche se a capitalizzazione, verrebbe infatti percepito come una tassa [...]. Vi è inoltre il rischio che, essendo percepito come una tassa, il contributo aggiuntivo induca le persone a ridurre altre forme di risparmio».

la struttura della vigilanza sui fondi pensione, attribuendo alla COVIP il potere di regolamentare la decadenza dell'autorizzazione nel caso di inattività del fondo pensione, ovvero di mancato raggiungimento della base associativa minima prevista dal regolamento del fondo e prevedendo che la nomina degli organi collegiali del fondo debba avvenire, salvo che per i primi, attraverso il sistema elettivo.

Dopo qualche anno, il governo viene delegato (l. 23 agosto 2004, n. 243, c.d. «Riforma Maroni») ad adottare norme intese a liberalizzare l'età pensionabile, a eliminare progressivamente il divieto di cumulo tra pensioni e redditi da lavoro e a sostenere e favorire lo sviluppo di forme pensionistiche complementari, sulla base di una serie di principi e criteri direttivi, tra i quali: *a)* l'adozione di misure finalizzate a incrementare l'entità dei flussi di finanziamento alle forme pensionistiche complementari, collettive e individuali; *b)* l'eliminazione degli ostacoli alla libera adesione e circolazione dei lavoratori all'interno del sistema della previdenza complementare; *c)* l'assoggettamento delle prestazioni di previdenza complementare a vincoli in tema di cedibilità, sequestrabilità e pignorabilità analoghi a quelli previsti per la previdenza di base. La delega comprende anche il perfezionamento del sistema di vigilanza sulla previdenza complementare, da attuare riconoscendo al Ministero del lavoro e delle politiche sociali l'alta vigilanza in materia e alla COVIP il compito di impartire disposizioni per garantire la trasparenza delle condizioni contrattuali fra tutte le forme pensionistiche collettive e individuali, e più in generale procedendo alla semplificazione delle procedure amministrative nel settore[94].

2.7. *Il codice delle assicurazioni private*

Il codice delle assicurazioni private (da ora «codice») viene emanato, per mezzo del d.lgs. 7 settembre 2005, n. 209, al termine di un'opera di riordino della disorganica mole di materiale normativo in materia assicurativa accumulatosi soprattutto nel

[94] Per un'analisi delle possibili conseguenze di queste riforme sul mercato assicurativo: A. Danovi, G. Indizio, *L'evoluzione del mercato assicurativo italiano. Spunti strategici e aspetti regolamentari*, Milano 2004, pp. 19 ss.

corso dei venti anni precedenti, cominciata qualche tempo prima per impulso della l. 29 luglio 2003, n. 229, che aveva conferito al governo la delega per l'adozione dei provvedimenti necessari per il riassetto delle disposizioni vigenti in materia di assicurazioni, nel rispetto di una serie di principi e criteri direttivi, quali l'adeguamento alla normativa comunitaria e agli accordi internazionali, la tutela dei consumatori, la salvaguardia della concorrenza nel settore, la garanzia di una corretta gestione patrimoniale e finanziaria delle imprese, anche quando appartenenti a un gruppo, l'armonizzazione della disciplina delle varie categorie di intermediari nonché l'armonizzazione della disciplina e dell'esercizio della vigilanza alla normativa comunitaria.

Non è naturalmente possibile e utile, in questa sede, tentare una sintesi delle disposizioni del codice, sia per la complessità tecnica del provvedimento e l'ampiezza delle materie regolate, sia perché esso rappresenta, per le ragioni di cui abbiamo detto, il punto di passaggio dalla storia, anche recente, della regolamentazione assicurativa al diritto tuttora vigente. Basti qui ricordare che nel codice non sono solo confluiti gran parte dei provvedimenti di cui abbiamo finora trattato in materia di vigilanza, di accesso ed esercizio dell'assicurazione nei settori vita e danni, di margine di solvibilità, di controllo sulle partecipazioni, ma anche norme del tutto nuove in materia di tutela del contraente debole, di indennizzo diretto nell'ambito della regolamentazione dell'assicurazione della responsabilità civile per la circolazione di veicoli, di intermediazione assicurativa, attraverso il recepimento della dir. 2002/92/CE, o dirette al rafforzamento dei poteri dell'ISVAP con particolare riferimento alla vigilanza regolamentare[95].

[95] Per una ricostruzione dei poteri conferiti dal codice all'ISVAP, inteso quale snodo fondamentale dell'evoluzione della disciplina della vigilanza in materia assicurativa, G. Carriero, *Il controllo sull'attività assicurativa: istituzioni, obiettivi e strumenti*, in «Società», 2009, pp. 813 ss.; sul potere normativo in particolare G. Romagnoli, *ISVAP tra regolazione e vigilanza*, in «Assicurazioni», I, 2006, pp. 183 ss. L'imponente quantità di deleghe regolamentari che il codice conferisce all'ISVAP nelle più diverse materie e in mancanza di precisi principi e criteri direttivi ha indotto alcuni a dubitare della legittimità costituzionale delle stesse: in tal senso cfr. M. Rossetti, *Le novità del codice delle assicurazioni*, in «Corriere Giur.», 2006, pp. 125 ss. Sulle innovazioni riguardanti le attività ammesse a copertura delle riserve V. Lemma, *Il valore delle riserve tecniche delle compagnie di*

Deve però essere osservato come il codice rappresenti un fondamentale elemento di razionalizzazione del sistema normativo in materia assicurativa, che aveva visto il rapido susseguirsi di una pluralità di provvedimenti, talvolta sovrapposti sulla struttura, ormai da tempo fragilissima, del testo unico del 1959, spesso riguardanti il medesimo problema o problemi tra di loro connessi, rendendo obiettivamente complessa la ricostruzione del diritto vigente in un determinato momento[96].

assicurazioni secondo le indicazioni del codice delle assicurazioni private (d.lgs. n. 209 del 2005), in «Contratto e Impr.», 2007, pp. 1208 ss. Sulla procedura di risarcimento diretto, anche per quanto riguarda il sistema su base volontaria a suo tempo già elaborato dalle imprese e confluito nella Convenzione di indennizzo diretto – sulla quale E. Randone, *La convenzione di indennizzo diretto (C.I.D.)*, in «Dir. prat. assic.», I, 1977, pp. 349 ss.; il testo della Convenzione è riprodotto nel *fascicolo speciale* dell'aprile 1979 di «Dir. prat. assic.» – e che costituirebbe il prototipo sul quale la nuova disciplina è stata elaborata, F. Magni, *Risarcimento diretto nella r.c. auto: il regolamento di attuazione (più ombre che luci nella nuova disciplina)*, in «Corriere Merito», 2006, pp. 1241 ss.; G. Ballarani, *Prime note sul sistema dell'indennizzo diretto: la qualificazione giuridica del pagamento per conto dell'impresa del responsabile e la c.d. azione diretta del danneggiato nei confronti della propria compagnia*, in «Assicurazioni», I, 2006, pp. 3 ss., illustra quanto previsto in materia dal regolamento con il quale viene disciplinata la procedura dell'indennizzo diretto, adottato con il d.p.r. n. 254 del 18 luglio 2006. Sulle innovazioni che la dir. 2002/92/CE apporta alla regolamentazione dell'intermediazione assicurativa, con particolare riferimento alla generale nozione di intermediazione assicurativa nella quale ricomprendere tanto la figura dell'agente quanto quella del *broker* e di altre tipologie di intermediari (con la conseguente possibilità di ricomprendervi anche l'intermediazione svolta presso gli sportelli bancari o dai promotori finanziari) e sulle ragioni che hanno condotto il legislatore comunitario all'adozione di questa definizione generale, G. Volpe Putzolu, *La direttiva comunitaria 2002/92 sulla intermediazione assicurativa*, in «Assicurazioni», I, 2003, pp. 317 ss.; sulle modalità attraverso cui la direttiva ha trovato attuazione all'interno del codice, G. Volpe Putzolu, *L'attuazione della direttiva sulla intermediazione assicurativa. Doveri e responsabilità degli intermediari*, in «Assicurazioni», I, 2004, pp. 329 ss.

[96] Alcune perplessità sugli esiti della codificazione, in particolare sotto il profilo del coordinamento con le disposizioni del codice civile sul contratto di assicurazione, vengono espresse da A.D. Candian, *Il nuovo Codice delle assicurazioni e la disciplina civilistica del contratto di assicurazione: tendenze e "resistenze"*, in «Contratto e Impr.», 2006, pp. 1289 ss., a giudizio del quale questa soluzione sarebbe dipesa dal prevalere dell'opinione espressa da A. Gambino, *Note critiche sulla bozza del codice delle assicurazioni private*, in «Giur. comm.», 2004, pp. 1035 ss., in ordine all'opportunità di mantenere distinta la disciplina del diritto privato dell'assicurazione dai profili pubblicistici. Un punto di vista analogo, con un'ar-

3. *La legislazione successiva al codice delle assicurazioni private*

3.1. *Le norme sull'impresa di assicurazione in generale*

Negli ultimi anni la disciplina generale del bilancio delle società è stata oggetto di numerosi interventi normativi, all'interno dei quali sono state collocate disposizioni applicabili alle imprese di assicurazione nel contesto degli adattamenti richiesti dalle peculiarità delle società operanti nel mercato finanziario. È stato così previsto (d.lgs. 2 febbraio 2007, n. 32, attuativo della dir. 2003/51/CE) che nella relazione sulla gestione, sia nel caso di bilancio di esercizio che nel caso di bilancio consolidato, gli amministratori debbano formulare «un'analisi fedele, equilibrata ed esauriente della situazione dell'impresa e dell'andamento e del risultato della gestione nel suo complesso, nonché una descrizione dei principali rischi e incertezze cui l'impresa è esposta»[97], e che (d.lgs. 3 novembre 2008, n. 173, attuativo della dir. 2006/46/CE) l'ISVAP può emanare istruzioni esplicative e applicative, prescrivere informazioni integrative o più dettagliate, anche riguardo alle operazioni con parti correlate non descritte nella nota integrativa[98]. Viene poi modificata (d.lgs. 7 gennaio 2010, n. 39, attuativo della dir. 2006/43/CE) la disciplina della revisione legale dei c.d. «enti di interesse pubblico», tra cui le imprese di assicurazione, mirante tra l'altro a garantire l'indipendenza nello svolgimento dell'incarico di revisione[99]. Riguardo all'attività assicu-

gomentata critica dell'opinione di Gambino, è quello di S. Amorosino, *Il nuovo codice delle assicurazioni*, in «Giornale Dir. Amm.», 2005, pp. 1249 ss.

[97] L'impatto concreto di queste innovazioni sul sistema italiano è analizzato da C. Sottoriva, *L'attuazione della direttiva 2003/51/CE con il D.lgs. n. 32/2007*, in «Società», 2007, pp. 657 ss., e da M. Condini, M. Bonafini, *La relazione sulla gestione fra nuovi indicatori e nuove informazioni richiesti dal comma 1 bis dell'art. 2428 c.c.*, in «Società», 2009, pp. 823 ss.

[98] Le finalità della dir. 2006/46/CE e le innovazioni apportate al sistema italiano dei bilanci sono ricostruite da P. Balzarini, *Attuazione della direttiva 2006/46/CE in tema di bilancio di esercizio, bilancio consolidato e informazioni sulla* corporate governance, in «Società», 2009, pp. 95 ss.

[99] L'evoluzione della disciplina positiva della revisione a partire dalle disposizioni originariamente contenute nel t.u.f. viene tratteggiata da V. Salafia, *Il conferimento dell'incarico di revisione, la revoca e le dimissioni*, in «Società», 2010, pp. 5 ss. I modi attraverso i quali nella dir. 2006/43/CE sono conflui-

rativa è previsto che se l'incarico di revisione legale è conferito a un revisore legale o se tra gli amministratori della società di revisione legale non è presente un attuario iscritto nell'albo professionale, la relazione sul bilancio dell'impresa di assicurazione deve essere corredata dalla relazione di un attuario nominato dal revisore legale o dalla società di revisione legale, e sono altresì disciplinati la durata dell'incarico all'attuario e la sua revoca, nonché i requisiti di indipendenza di questo.

Sempre nell'ambito della regolamentazione dell'impresa assicurativa in generale sono state introdotte (d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 21, in attuazione della dir. 2007/44/CE) alcune modificazioni alla disciplina dell'autorizzazione all'acquisto di partecipazioni allo scopo di rendere ancora più effettivo il controllo dei rischi che potrebbero derivarne per la sana e prudente gestione dell'impresa[100]. Sono stati inoltre individuati (decreto del ministro dello Sviluppo economico n. 220 dell'11 novembre 2011) i requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza degli esponenti aziendali, e quelli di onorabilità dei detentori di partecipazioni rilevanti nelle imprese di assicurazione.

Allo scopo di rimuovere i limiti alla competitività delle imprese operanti nel mercato finanziario dipendenti dal diffuso fenomeno del cumulo delle cariche, messi in particolare evidenza da una recente indagine conoscitiva condotta dall'Autorità garante della concorrenza e del mercato[101], è poi stato imposto ai titolari degli organi di amministrazione e controllo e ai funzionari di vertice «di imprese o gruppi di imprese operanti nei mercati del credito,

ti principi propri del Sarbanes-Oxley Act vengono illustrati da P. Giudici, *La nuova disciplina della revisione legale*, in «Società», 2010, pp. 533 ss. Sul d.lgs. n. 39/2010 A. Toffoletto, C.N. Bevilacqua, *La disciplina della revisione legale dei conti negli enti di interesse pubblico*, in «Società», 2010, pp. 25 ss.

[100] Il contenuto del provvedimento è stato anticipato, quanto alle imprese di assicurazione, dalla comunicazione dell'ISVAP n. 3 del 2 luglio 2009, sul presupposto dell'immediata applicabilità delle disposizioni della dir. 2007/44/CE: F. Di Girolamo, *L'acquisizione di partecipazioni in imprese finanziarie: regole procedurali e criteri di valutazione prudenziale*, in «Le Nuove Leggi Civ. Comm.», 2010, pp. 1269 ss.; sul contenuto del d.lgs. n. 21/2010, oltre al lavoro appena ricordato, A. Morello, *Valutazione prudenziale di acquisizioni ed incrementi di partecipazioni: le nuove regole*, in «Società», 2010, pp. 718 ss.

[101] AGCM, *La corporate governance di banche e compagnie di assicurazione*, in «Bollettino AGCM», 49, 2008, p. 111.

assicurativi e finanziari» il divieto di «assumere o esercitare analoghe cariche in imprese o gruppi di imprese concorrenti» (d.l. 6 dicembre 2011, n. 201, convertito dalla l. 22 dicembre 2011, n. 214).

A cavallo tra la disciplina delle riserve e le misure di finanza pubblica si pongono, infine, le norme (d.l. 201/2011) che delegano all'ISVAP il compito di disciplinare le condizioni alle quali le imprese di assicurazione possono utilizzare, a copertura delle riserve tecniche, «attivi costituiti da investimenti nel settore delle infrastrutture stradali, ferroviarie, portuali, aeroportuali, ospedaliere, delle telecomunicazioni e della produzione e trasporto di energia e fonti energetiche», prevedendo altresì che questi ultimi possano essere «rappresentati da azioni di società esercenti la realizzazione e la gestione delle infrastrutture, da obbligazioni emesse da queste ultime e da quote di OICR armonizzati che investano nelle predette categorie di titoli». Nella stessa prospettiva possono essere collocate le disposizioni (d.l. 6 luglio 2011, n. 98, convertito dalla l. 15 luglio 2011, n. 111) che considerano compatibile con le vigenti disposizioni in materia di attività utilizzabili a copertura delle riserve tecniche le quote di partecipazione nei fondi di investimento costituiti dalla speciale società di gestione del risparmio, istituita con decreto del ministro dell'Economia e delle finanze, e promossi dagli enti pubblici locali per la valorizzazione e la dismissione del proprio patrimonio immobiliare disponibile.

3.2. *Le norme in materia di assicurazione della responsabilità civile connessa alla circolazione di veicoli*

In materia di assicurazione della responsabilità civile connessa alla circolazione di veicoli, le innovazioni hanno riguardato negli ultimi anni soprattutto la tutela del cliente e del danneggiato. Il d.l. 31 gennaio 2007, n. 7, convertito con l. 2 aprile 2007, n. 40 ha esteso la durata dell'ultimo attestato di rischio, prevedendo che nel caso di un nuovo contratto di assicurazione riguardante un veicolo dello stesso tipo appartenente a una persona fisica già titolare di polizza assicurativa non possa essere assegnata al cliente una classe di merito più sfavorevole rispetto a quella risultante dall'ultimo attestato di rischio conseguito sul veicolo già assicurato e, infine, che al verificarsi di un sinistro le imprese di assicurazione non possano applicare alcuna variazione di classe di

merito prima di aver accertato l'effettiva responsabilità del contraente. Sono state inoltre apportate (d.lgs. 6 novembre 2007, n. 198, attuativo della dir. 2005/14/CE) alcune modifiche alla disciplina dei massimali ed è stato precisato che l'assicurazione obbligatoria per i veicoli a motore e i natanti copre i danni alle persone e i danni alle cose subiti da pedoni, ciclisti e altri utenti non motorizzati della strada.

La l. 15 dicembre 2011, n. 217, ha inoltre escluso i «contratti di assicurazione obbligatoria della responsabilità civile per i danni derivanti dalla circolazione dei veicoli a motore e dei natanti, per i quali si sia verificato l'evento assicurato» dall'elenco dei rapporti per i quali non trova applicazione il diritto di recesso che il codice del consumo (d.lgs. 6 settembre 2005, n. 206) riconosce al cliente in relazione a contratti conclusi nell'ambito della commercializzazione a distanza di servizi finanziari.

Allo scopo di contenere il fenomeno dell'evasione dell'obbligo di assicurazione della responsabilità civile connessa alla circolazione dei veicoli – spesso realizzata attraverso la contraffazione dei relativi contrassegni[102] – la l. 12 novembre 2011, n. 183, ha consentito che l'accertamento della mancanza di copertura assicurativa obbligatoria del veicolo possa avvenire anche mediante il confronto dei dati relativi alle polizze emesse dalle imprese assicuratrici con quelli provenienti dai dispositivi in uso per l'accertamento delle infrazioni alle norme sulla circolazione stradale (ad es. utilizzati per il controllo dell'accesso a zone a traffico limitato).

3.3. *Le innovazioni «multisettoriali»*

Oltre ai provvedimenti destinati in modo specifico alla materia assicurativa, si è intensificata negli anni più recenti la tendenza alla legislazione multisettoriale, attraverso la quale sono stati cioè disciplinati fenomeni e problemi comuni ai diversi settori del mercato, con particolare riferimento a quelli propri del mercato finanziario.

Possono essere ricondotte a questa tendenza le norme in ma-

[102] Sul problema, v. M. Caprino, *Troppi indennizzi RCA: spia rossa in 45 province*, in «Il Sole 24 Ore», 6 luglio 2011, p. 11.

teria di prodotti finanziari emessi dalle imprese di assicurazione, ai quali il d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303 ha esteso l'applicazione di alcune norme del testo unico della finanza in materia di prestazione dei servizi di investimento e di sollecitazione all'investimento[103], e le modifiche che lo stesso d.lgs. n. 303/2006 ha apportato alla l. 28 dicembre 2005, n. 262, per delimitare la responsabilità delle autorità di vigilanza per i danni arrecati nello svolgimento delle proprie funzioni[104].

Nell'ambito delle *Disposizioni urgenti per il rilancio economico e sociale, per il contenimento e la razionalizzazione della spesa pubblica* contenute nel d.l. 4 luglio 2006, n. 223, convertito con l. 4 agosto 2006, n. 248 (c.d. «decreto Bersani») è stato introdotto il divieto «alle compagnie assicurative e ai loro agenti di vendita di stipulare nuove clausole contrattuali di distribuzione esclusiva e di imposizione di prezzi minimi o di sconti massimi per l'offerta ai consumatori di polizze relative all'assicurazione obbligatoria per la responsabilità civile auto», di cui il già ricordato d.l. 31 gennaio 2007, n. 7, convertito con l. 2 aprile 2007, n. 40 (c.d. «decreto Bersani-*bis*»), ha successivamente previsto l'applicabilità «alle clausole contrattuali di distribuzione esclusiva di polizze relative a tutti i rami danni».

Il problema della distribuzione di polizze assicurative abbinate a mutui, già affrontato dall'ISVAP in sede regolamentare[105], ha formato oggetto di uno specifico intervento legislativo in sede

[103] La vicenda che ha condotto all'adozione della modifica normativa (C. Carlevale, *I prodotti finanziari assicurativi*, in «Assicurazioni», I, 2007, pp. 656 ss.) è considerata esemplare della crisi della tradizionale tassonomia del mercato finanziario: sulle conseguenze di questo fenomeno sugli assetti della vigilanza, vedi *infra*. Critiche nei confronti del «"grande caos" normativo creato da un legislatore inconsapevole e disordinato tra la fine del 2005 ed il 2007» che caratterizzerebbe la regolamentazione anche secondaria della trasparenza dei prodotti assicurativi sono state formulate da M. Bin, *La trasparenza dei "prodotti" emessi dalle imprese di assicurazione tra principi generali e nuovo Regolamento ISVAP*, in «Assicurazioni», I, 2010, pp. 613 ss.

[104] La norma ha sollevato fin da subito il problema della sua legittimità costituzionale, M. Atelli, *Prime note sulla nuova responsabilità civile delle Authorities dopo il d.lg. n. 303/2006*, in «Resp. civ.», 2007, p. 2.

[105] Per la ricostruzione dell'articolata vicenda: ISVAP, *Comunicato stampa* 6 dicembre 2011; sull'incidenza del fenomeno sulla competitività, AGCM, *Prezzi alla clientela dei servizi bancari*, in «Bollettino AGCM», 3, 2007, pp. 61 s.

di conversione in legge del d.l. 201/2011: il codice del consumo è stato modificato in modo da ricomprendere tra le pratiche commerciali scorrette, e quindi vietate, quelle «di una banca, di un istituto di credito o di un intermediario finanziario che, ai fini della stipula di un contratto di mutuo, obbliga il cliente alla sottoscrizione di una polizza assicurativa erogata dalla medesima banca, istituto o intermediario».

In una diversa prospettiva, l'assicurazione è stata impiegata dal legislatore come strumento di tutela del consumatore-cliente nei rapporti con diverse tipologie di imprese e attività economiche. Sono state infatti istituite nuove forme di assicurazione obbligatoria della responsabilità civile, a carico degli organismi di valutazione della conformità ai requisiti di sicurezza imposti ai produttori di giocattoli (d.lgs. 11 aprile 2011, n. 54) e dei soggetti a vario titolo coinvolti nell'attività turistica (d.lgs. 23 maggio 2011, n. 79).

Un'altra importante innovazione sul piano dei rapporti tra impresa di assicurazione e cliente dopo l'entrata in vigore del codice, è l'inclusione delle controversie in materia assicurativa tra quelle soggette al d.lgs. 4 marzo 2010, n. 28 in materia di mediazione finalizzata alla conciliazione delle controversie civili e commerciali[106].

3.4. *Le riforme in materia previdenziale*

Gli anni più recenti hanno visto nuovamente intensificarsi i provvedimenti di riforma del sistema previdenziale, e in particolare del primo pilastro, culminando nel d.l. n. 201/2011 che ha previsto l'incremento del periodo contributivo e l'estensione del sistema contributivo a tutti i lavoratori entrati in servizio a partire dal 1° gennaio 1996, e un sistema misto, c.d. *pro rata*, per quelli che al 31 dicembre 1995 avevano maturato l'anzianità che, in forza del regime in precedenza applicabile, avrebbe consentito di

[106] Procedure di conciliazione in materia assicurativa esistevano anche prima del provvedimento, come quella istituita nel 2004 in forza di un accordo tra l'ANIA e associazioni di consumatori, quelle operanti presso alcune camere di commercio, oltre al procedimento disciplinato dal regolamento dell'ISVAP n. 24 del 19 maggio 2008 in materia di reclami: S. Landini, *La conciliazione nelle controversie in materia assicurativa*, in «Assicurazioni», I, 2010, pp. 35 ss.

continuare a beneficiare del sistema retributivo. Con lo stesso d.l. n. 201/2011 è stato soppresso l'INPDAP, con contestuale trasferimento delle sue funzioni all'INPS, ponendo così fine al processo di accorpamento degli enti previdenziali, intrapreso nel corso del 2010, mirante tanto alla riduzione dei costi operativi, quanto all'estensione della base contributiva[107].

Anche il sistema degli enti previdenziali di cui ai d.lgs. n. 509/1994 e n. 103/1996 è stato oggetto di numerosi interventi. In un primo momento, il d.l. n. 98/2011 ha attribuito alla COVIP il controllo sugli investimenti delle risorse finanziarie e sulla composizione del patrimonio degli enti, nonché il relativo potere ispettivo e informativo. In seguito, con il d.l. n. 201/2011, è stato imposto agli enti l'obbligo di assicurare l'equilibrio tra entrate contributive e spesa per prestazioni pensionistiche su un orizzonte di cinquant'anni[108].

Occorre infine accennare ai recenti sviluppi in materia di regolamentazione della previdenza complementare. Dopo aver provveduto a elaborare una disciplina organica delle norme in materia (d.lgs. 5 dicembre 2005, n. 252)[109], il legislatore è intervenuto nuovamente sull'argomento con il d.lgs. 6 febbraio 2007, n. 28, attuativo della dir. 2003/41/CE. Quest'ultimo ha tra l'altro previsto che il ministro dell'Economia e delle finanze possa indi-

[107] Sulle tappe di questo processo e sulle sue finalità, D. Colombo, M. Rogari, *Soppresso l'Inpdap debutta il super Inps*, in «Il Sole 24 Ore», 5 dicembre 2011, p. 20.

[108] La norma ha suscitato un vivo dibattito, sui cui termini L. Cavestri, *Il rinvio non basta ai professionisti*, in «Il Sole 24 Ore», 15 dicembre 2011, p. 5.

[109] Il problema della continuità del provvedimento rispetto ai precedenti assetti della previdenza complementare viene affrontato da O. Bonardi, *Tassonomie, concetti e principi della previdenza complementare*, in «Le Nuove Leggi Civ. Comm.», 2007, pp. 552 ss.; C. Tomassini, *Previdenza complementare e TFR: la legge di riforma e la regolamentazione della COVIP*, in «Assicurazioni», I, 2006, p. 466, considera quali principali aree di intervento «il conferimento del TFR maturando alla previdenza complementare, la fiscalità di contributi e prestazioni, l'equiparazione delle varie forme di previdenza complementare (fondi pensione negoziali, fondi pensione aperti, forme pensionistiche individuali realizzate tramite polizze FIP/PIP), l'esercizio del controllo da parte della Covip, ecc.». Per un quadro delle competenze della COVIP al momento dell'emanzione del d.lgs. 252/2005, L. Scimìa, *I compiti della COVIP nella riforma della previdenza complementare italiana*, in «Dir. econ. ass.», 2006, pp. 803 ss.

viduare le attività nelle quali i fondi pensione possono investire fissando i relativi limiti, determinare i criteri di investimento nelle varie categorie di valori mobiliari e definire le regole da osservare in materia di conflitti di interesse tenendo conto, tra l'altro, dei principi di cui alla dir. 2004/39/CE. Il provvedimento ha inoltre disciplinato l'operatività in paesi comunitari delle forme pensionistiche complementari italiane, e di quelle comunitarie in Italia.

3.5. *Gli effetti della crisi dei mercati finanziari sulla regolamentazione assicurativa*

Va infine fatta menzione della controversa innovazione in materia contabile recata dal d.l. 29 novembre 2008, n. 185, convertito con modificazioni in l. 28 gennaio 2009, n. 2 con la quale, in considerazione dell'eccezionale situazione di turbolenza nei mercati finanziari conseguente ai noti eventi dell'autunno del 2008, ai soggetti che non adottano i principi contabili internazionali viene consentito per l'esercizio 2008 e, in forza di un provvedimento del ministro dell'Economia e delle finanze da adottare in relazione all'evoluzione della crisi, anche per quello 2009, a determinate condizioni, di valutare anche i titoli non destinati a permanere durevolmente nel loro patrimonio in base al loro valore di iscrizione. Con specifico riferimento alle imprese di assicurazione, il provvedimento affida all'ISVAP il compito di definire le modalità attuative della norma, attuando una sorta di compensazione della grave deroga ai comuni criteri di valutazione mediante l'imposizione alle imprese dell'obbligo di destinare a una riserva indisponibile la differenza tra i valori registrati in applicazione della deroga e i valori di mercato alla data di chiusura dell'esercizio[110].

[110] C. Pasquariello, *Le misure anti-crisi del governo: gli interventi pubblici a sostegno delle famiglie e dell'economia*, in «Le Nuove Leggi Civ. Comm.», 2009, pp. 1239 ss.; per i profili tecnici F. Dezzani, L. Dezzani, *Titoli non immobilizzati: deroga al principio di valutazione al minore tra il "costo" ed il "mercato"*, in «Fisco», 2009, pp. 2673 ss. La riserva indisponibile prevista dalla legge e gli altri profili connessi all'attuazione del d.l. 185/2008 sono stati disciplinati dall'ISVAP con il regolamento n. 28 del 17 febbraio 2009. Al riguardo occorre ricordare che l'autorità di vigilanza aveva in origine consentito di tenere conto della riserva indisponibile così costituita ai fini del calcolo del margine di solvibilità per un periodo di dodici mesi e soltanto nei limiti del 20% del margine

Il perdurare della crisi finanziaria ha in seguito spinto il legislatore a intervenire in diverse occasioni sulla deroga ai criteri di valutazione introdotta in via transitoria dal d.l. n. 185/2008. In un primo tempo, il d.l. 31 maggio 2010, n. 78, convertito dalla l. 30 luglio 2010, n. 122, ha permesso alle imprese di assicurazione di beneficiare della deroga del d.l. n. 185/2008 anche nell'esercizio 2010. In seguito, la l. 26 febbraio 2011, n. 10, nel convertire in legge il d.l. 29 dicembre 2010, n. 225, ha ulteriormente modificato il d.l. n. 185/2008 consentendo al ministro dell'Economia e delle finanze la reiterazione della deroga, svincolando quest'ultima dal riferimento agli esercizi successivi a quello 2008. Contestualmente, lo stesso d.l. n. 225/2010, quale modificato dalla l. n. 10/2011, ha autorizzato per l'esercizio 2010 e fino alla metà del 2011 le imprese di assicurazione a valutare, ai fini della verifica della solvibilità corretta nell'ambito della vigilanza supplementare, i titoli di debito «destinati a permanere durevolmente nel patrimonio ed emessi o garantiti da Stati dell'Unione Europea» secondo il valore di iscrizione nel bilancio individuale.

Nella seconda parte del 2011, i differenziali di rendimento dei titoli del debito pubblico emessi dagli Stati membri dell'Unione Europea più fragili dal punto di vista finanziario raggiungono livelli particolarmente elevati. Questo dato ha reso necessario un nuovo intervento legislativo, realizzatosi in sede di conversione in legge del d.l. 29 dicembre 2011, n. 216, per mezzo della l. 24 febbraio 2012, n. 14. Il trattamento delle imprese di assicurazione non obbligate alla redazione del bilancio in conformità ai principi contabili internazionali è stato svincolato dal suo originario contesto – quello del regime applicabile alla valutazione dei titoli da parte di tutte le imprese non tenute al rispetto dei principi contabili internazionali – limitando la deroga ai comuni criteri di valutazione ai «titoli di debito emessi o garantiti da Stati dell'Unione Europea»

disponibile ovvero, se inferiore, del margine di solvibilità richiesto e comunque a condizione che essa unitamente alle passività subordinate e agli strumenti ibridi non eccedesse il 50% del margine disponibile ovvero, se inferiore, del margine di solvibilità richiesto. Questa limitazione, giudicata penalizzante dalle compagnie (R. Sabbatini, *Polizze, nuove tutele al margine di solvibilità*, in «Il Sole 24 Ore», 4 agosto 2011, p. 34), è stata in seguito attenuata dal provvedimento ISVAP n. 2934 del 27 settembre 2011.

non destinati a permanere durevolmente nel patrimonio, ma estendendo l'autorizzazione fino all'entrata in vigore delle disposizioni di attuazione della direttiva *Solvency II*. È stata altresì confermata, fino all'entrata in vigore della stessa dir. 2009/138/CE, l'autorizzazione a tener conto del valore di iscrizione nel bilancio individuale delle imprese di assicurazione italiane – il d.l. 225/2010 non conteneva invece alcuna distinzione in ordine alla nazionalità delle imprese rientranti nell'ambito della vigilanza supplementare – dei titoli di debito emessi o garantiti da Stati dell'Unione Europea destinati a permanere durevolmente nel patrimonio, ai fini della verifica della solvibilità corretta nell'ambito della vigilanza supplementare. All'ISVAP è stato attribuito non solo il compito di adottare i provvedimenti necessari a dare attuazione a queste previsioni, ma il più complesso potere di «emanare, a fini di stabilità disposizioni di carattere particolare aventi ad oggetto il governo societario, i requisiti generali di organizzazione, i sistemi di remunerazione» nonché «ove la situazione lo richieda» quello di «adottare provvedimenti restrittivi o limitativi concernenti la distribuzione degli utili o di altri elementi del patrimonio».

4. *I processi riformatori in atto nel campo della regolamentazione assicurativa*

Alcune considerazioni debbono essere dedicate ai principali processi di riforma in atto nel campo della regolamentazione assicurativa, gran parte dei quali appaiono ancora una volta riconducibili all'appartenenza dell'Italia all'Unione Europea.

Un ruolo di primissimo piano sarà svolto dalle norme con le quali verrà data attuazione al progetto denominato *Solvency II*[111], già culminato a livello comunitario con l'adozione alla fine

[111] Il diverso approccio ai problemi connessi alla solvibilità dell'impresa di assicurazione che caratterizza rispettivamente *Solvency I* e *Solvency II* viene ricostruito in questi termini da parte di G. Cucinotta, *Un aggiornamento sul progetto Solvency II: il punto di vista del regolatore*, in «Assicurazioni», I, 2006, pp. 506 s.: «Solvency I era un approccio tipicamente continentale, ossia un'ottica di vigilanza che vedeva il controllo sulla solvibilità a blocchi, cioè distingueva le singole parti del bilancio e, su ognuna di esse, le misure volte alla solvibilità

del 2009 della dir. 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 novembre 2009 in materia di accesso ed esercizio delle attività di assicurazione e di riassicurazione (Solvibilità II), della quale è stata recentemente conclusa la fase di analisi dell'impatto sul mercato (*EIOPA Report on the fifth Quantitative Impact Study (QIS5) for Solvency II*), e che dovrebbe essere pienamente operativa a partire dal gennaio 2013[112]. Il progetto, avviato fin dalla conclusione della fase denominata Solvency I con le direttive 2002/12/CE e 2002/13/CE, prevede l'introdu-

intervenivano ponendo limiti quantitativi. In modo sintetico, si guardavano le attività, le riserve ed il capitale fungeva da cuscinetto contro il rischio di insolvenza. Il capitale era correlato a misure che approssimavano la rischiosità, il volume dei premi, ovvero le riserve sinistri, imponendo poi ulteriori vincoli per gli investimenti e le riserve. L'impostazione di fondo di Solvency I altro non era che il riflesso del modo di operare delle imprese negli scorsi anni. Gli obiettivi originali del management erano basati sui volumi dei premi da raggiungere, focalizzati sulle classifiche "quote di mercato-volumi". [...] Il passaggio a Solvency II in qualche modo rivoluziona tale sistema e afferma che tutto il capitale è commisurato al rischio, elemento presente in ogni parte del bilancio; quindi, estremizzando si sostiene, implicitamente, che le imprese possono fare tutto quello che vogliono, non subiscono l'imposizione di regole, purché sappiano che ogni scelta ha un costo di capitale perché ha una rischiosità misurabile. Ciò riflette una evoluzione negli obiettivi perseguiti dal management». Sui profili aziendalistici della riforma, N. Savelli, G.P. Clemente, *Livelli di assorbimento del capitale sulle assicurazioni danni: il nuovo scenario prospettato da Solvency II*, in «Assicurazioni», I, 2008, pp. 41 ss.; A. Di Pietro, *In tema di investimenti e partecipazioni assunte da imprese di assicurazione e riassicurazione: breve analisi del regolamento ISVAP n. 26 e del progetto Solvency 2*, in «Foro amm. TAR», 2008, p. 2660; G. Cucinotta, *Verso la Solvibilità II – Valutazione dei rischi delle imprese di assicurazione, regolamentazione e gestione dell'impresa: è possibile una visione olistica?*, in «Assicurazioni», I, 2004, pp. 173 ss. Sui diversi passaggi del processo di riforma, ivi, p. 177, nel quale l'avvio del processo viene fatto risalire a un'analisi delle criticità del sistema condotta dalla KPMG nel 2002; C. Tomassini, *"Solvibilità 2": informativa sullo stato dei lavori della Commissione Europea*, in «Assicurazioni», I, 2003, pp. 371 ss., in ordine al documento della Commissione MARKT/2535/02 nel quale viene annunciata la struttura del nuovo sistema e in particolare la struttura a tre pilastri in analogia alle soluzioni adottate all'interno di Basilea 2.

[112] Salva l'eventuale (il relativo iter legislativo è, al momento della chiusura di questo lavoro, tuttora in corso) approvazione della direttiva c.d. *Omnibus II*, contenente le ulteriori modifiche al quadro normativo comunitario che la Commissione reputa necessarie per garantire il corretto funzionamento del nuovo sistema di vigilanza europeo sui mercati finanziari, tra cui il differimento del termine per l'entrata in vigore di *Solvency II*.

zione nel settore assicurativo di un sistema di vigilanza prudenziale analogo a quello che Basilea 2 ha introdotto in materia bancaria e, quindi, basato su tre pilastri riguardanti rispettivamente i requisiti patrimoniali a fronte dei rischi dell'attività assicurativa, l'esistenza di una serie di requisiti qualitativi, rappresentati in particolare dall'adozione di procedure di controllo e gestione dei rischi e dalla disciplina della vigilanza, e la trasparenza delle imprese nei confronti del mercato allo scopo di realizzare la *market discipline*. Con riferimento ai requisiti patrimoniali, il margine di solvibilità lascerà il posto al *Solvency Capital Requirement* (SCR) e al *Minimum Capital Requirement* (MCR): il primo rappresenterà il requisito operativo a fronte dei diversi rischi corsi dall'impresa, mentre il secondo è stato concepito come la soglia minima al di sotto della quale l'autorità di vigilanza dovrà intervenire, anche attraverso la revoca dell'autorizzazione. Analogamente a quanto previsto in materia bancaria, il SCR potrà essere calcolato sia ricorrendo a un sistema standard (*European Standard Formula*) ovvero attraverso modelli proprietari.

Nel corso del 2010 sono state inoltre intraprese una serie di iniziative dirette alla revisione della dir. 2002/92/CE allo scopo di pervenire all'elaborazione di una seconda direttiva in materia di intermediazione assicurativa. A giudizio della Commissione, la dir. 2002/92/CE avrebbe infatti ricevuto un'applicazione non uniforme e questo avrebbe condotto a notevoli differenze del grado di informazione fornita al cliente in ordine ai costi e più in generale alle caratteristiche dei prodotti assicurativi.

Altre importanti innovazioni hanno interessato i soggetti che, a livello comunitario, risultano coinvolti nella vigilanza sul mercato assicurativo. A questo proposito occorre ricordare che, fin dal 2003, la Commissione europea aveva previsto (Decisione 2004/6/CE del 5 novembre 2003) l'istituzione di un Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors (CEIOPS) con «il compito di assistere la Commissione in particolare nella preparazione di progetti di misure di esecuzione nei settori delle assicurazioni, delle riassicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali, sia su richiesta della Commissione, entro un termine che la Commissione può fissare in funzione dell'urgenza della questione in esame, che di propria iniziativa», analogo a quelli già operanti nel settore bancario e in quel-

lo del mercato mobiliare istituiti con le Decisioni 2001/527/CE e 2001/528/CE.

In seguito agli eventi che hanno scosso la stabilità dei mercati e minato la fiducia degli investitori, la Commissione europea ha conferito nell'ottobre 2008 a un gruppo di esperti di alto profilo presieduto da Jacques de Larosière il compito di esaminare le possibili riforme da introdurre nel sistema europeo della vigilanza sui mercati finanziari, in considerazione degli elementi di fragilità che il sistema esistente aveva dimostrato in occasione della crisi[113]. In adempimento al mandato è stato elaborato il *Report of the High Level Group on Financial Supervision in the EU* del 25 febbraio 2009, all'interno del quale è stato proposto un processo di revisione diretto alla creazione di un *European System of Financial Supervision* articolato in più fasi, nella prima delle quali, da realizzare tra il 2009 e il 2010, gli organi della Comunità avrebbero dovuto provvedere a compiere quanto necessario perché all'inizio della seconda fase del processo, nel 2011, i Comitati nei quali sono rappresentate le autorità nazionali di vigilanza sui mercati finanziari possano essere trasformati in altrettante autorità europee di vigilanza, provvedendo fin da subito al rafforzamento dei Comitati stessi, sia dal punto di vista delle risorse umane che delle competenze.

A seguito di un breve iter legislativo, nell'ambito del complesso dei provvedimenti necessari ad attuare il disegno sopra delineato, è stato adottato il regolamento n. 1094/2010 del 24 novembre 2010 con il quale è stata istituita la European Insurance and Occupational Pensions Authority, che oltre a subentrare nei compiti del CEIOPS dovrà, tra l'altro, contribuire all'introduzione di elevati standard di vigilanza mediante l'attività consultiva agli organi dell'Unione, agevolare il funzionamento dei *colleges of supervisors* previsti per la cooperazione tra autorità di vigilanza nazionali e monitorare l'evoluzione dei mercati[114].

[113] Sulla riforma della vigilanza a livello europeo in base alle previsioni contenute nel Rapporto de Larosière, cfr., più diffusamente, *supra*, Parte II, cap. VII, par. 8.

[114] La necessità di un controllo unico a livello europeo era già stata auspicata nel 1979 da F. Padoa, *Profili internazionali del controllo sulle imprese assicuratrici*, in «Dir. prat. assic.», I, 1979, p. 125: «Una cosa è certa: l'Europa

Nel contesto delle riforme del sistema della vigilanza occorre ricordare il progetto di legge approvato dal Consiglio dei ministri il 2 febbraio 2007 (*Disposizioni in materia di regolamentazione e vigilanza sui mercati e di funzionamento delle Autorità indipendenti preposte ai medesimi*), con cui il governo veniva delegato a disciplinare il passaggio delle competenze dell'ISVAP alla CONSOB e alla Banca d'Italia, all'esito del quale veniva prevista la soppressione dell'istituto[115].

delle assicurazioni non nascerà, se non avrà il supporto comune di un controllo europeo».

[115] Per una ricostruzione di questo progetto di legge, delle sue motivazioni (l'assottigliamento dei tradizionali confini dei settori della vigilanza, accanto alle necessità di contenimento della spesa pubblica) e per una valutazione critica R. Santagata, *La soppressione dell'ISVAP nei progetti di riforma delle Autorità indipendenti*, in «Assicurazioni», I, 2007, pp. 219 ss.; L. Desiderio, *La vigilanza pubblica*, in «Assicurazioni», I, 2007, pp. 419 ss. La struttura della vigilanza assicurativa ha formato oggetto del *Regolamento recante la riorganizzazione del Ministero del lavoro e delle politiche sociali*, di cui al d.p.r. 7 aprile 2011, n. 144. Il provvedimento affida alla Direzione generale per le politiche previdenziali e assicurative una serie di compiti, tra i quali vanno menzionati: *a)* l'alta vigilanza in materia di previdenza complementare; *b)* il riconoscimento della personalità giuridica dei fondi pensione e lo scioglimento degli organi di amministrazione e di controllo in interazione con la COVIP; *c)* la vigilanza generale giuridico-amministrativa degli enti previdenziali, sulla COVIP, nucleo di valutazione della spesa previdenziale e nomina dei componenti degli organi collegiali; *d)* vigilanza economico-finanziaria sugli enti di assicurazione sociale e di previdenza. Il d.l. 201/2011 ha previsto la riduzione del numero dei componenti del Consiglio dell'ISVAP, e dei componenti della COVIP.

ABBREVIAZIONI E SIGLE

ABF	Arbitro bancario finanziario
ABI	Associazione bancaria italiana
ACRI	già Associazione Casse di risparmio, ora Associazione di Fondazioni e di Casse di risparmio s.p.a.
ADR	Alternative Dispute Resolution
AGCM	Autorità garante della concorrenza e del mercato
AIAF	Associazione italiana degli analisti finanziari
ANIA	Associazione nazionale fra le imprese assicuratrici
ASBI	Archivio Storico Banca d'Italia
ASSIOM	Associazione italiana operatori mercati dei capitali
AUE	Atto unico europeo
AUI	Archivio unico informatico
BCE	Banca centrale europea
BCN	Banca centrale nazionale o Banche centrali nazionali
BERS/EBDR	Banca europea per la ricostruzione e lo sviluppo/European Bank for Reconstruction and Development
BIN	Banche di interesse nazionale
BIRS/IBRD	Banca internazionale per la ricostruzione e lo sviluppo/International Bank for Reconstruction and Development
BIS	Banca italiana di sconto
BNL	Banca nazionale del lavoro
BOT	Buoni ordinari del tesoro
BPI	Banca popolare italiana
BRI/BIS	Banca dei regolamenti internazionali/Bank for International Settlements
CARI.PA.RO	Fondazione Cassa di risparmio di Padova e Rovigo

CA.RI.P.LO. Fondazione Cassa di risparmio delle province lombarde
CA.RIS.BO Fondazione Cassa di risparmio in Bologna
CA.RI.VE già Fondazione Cassa di risparmio di Venezia, ora Fondazione Venezia
Casmez Cassa per il Mezzogiorno
CCG Cassa di compensazione e garanzia
Ceb Centro elettronico borsa
CEBS Committee of European Banking Supervisors
Ced Centro elaborazione dati
CEE Comunità economica europea
CEIOPS Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors
CESR Committee of European Securities Regulator*s*
CICR Comitato interministeriale per il credito e il risparmio
CIG Conferenza intergovernativa o Conferenze intergovernative
CIPE Comitato interministeriale per la programmazione economica
CIPES Comitato interministeriale per la politica economica estera
CIR Comitato interministeriale per la ricostruzione
CIS Credito industriale sardo
CNEL Consiglio nazionale dell'economia e del lavoro
COB Commission des Opérations de Bourse
CONSAP Concessionaria servizi assicurativi pubblici s.p.a.
CONSOB Commissione nazionale per le società e la borsa
COVIP Commissione di vigilanza sui fondi pensione
CRD Capital Requirement Directive (dir. 2006/49/CE)
CRD4 Capital Requirement Directive n. 4
CREDIOP Consorzio di credito per le opere pubbliche
C.R.T. Fondazione Cassa di risparmio di Torino
CSF Comitato per la stabilità finanziaria
CSVI Consorzio per sovvenzioni su valori industriali
EBA European Banking Authority
EBC European Banking Committee
ECOFIN Consiglio economia e finanza
ECU European Currency Unit
EFM Emergency Financing Mechanism
EGAM Ente Gestione Attività Minerarie
EIOPA European Insurance and Occupational Pensions Authority
ESFS European System of Financial Supervisors
ESMA European Securities and Markets Authority
ESRB European Systemic Risk Board

EURATOM (o CEEA) Comunità europea dell'energia atomica
Eurosim dir. 93/22/CE relativa ai servizi di investimento del settore dei valori mobiliari *ovvero* d.lgs. n. 415/1996 di recepimento di tale direttiva
FDIC Federal Deposit Insurance Corporation
FEBAF Federazione delle Banche, delle assicurazioni e della finanza
FED Federal Reserve System
FIP/PIP Forme individuali pensionistiche/piani individuali pensionistici
FMI/IMF Fondo monetario internazionale/International Monetary Fund
FSB Financial Stability Board
FSF Financial Stability Forum
GATT General Agreement on Tariffs and Trade
G.U. Gazzetta ufficiale
G.U.C.E. Gazzetta ufficiale della Comunità europea
G.U.U.E. Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea
IAS International Accounting Standards
IAS/IFRS International Accounting Standards/International Financial Reporting Standards
IASB International Accounting Standards Board
ICIPU Istituto di credito per le imprese di pubblica utilità
ICS Istituti di credito speciale
IME Istituto monetario europeo
IMEL Istituti di moneta elettronica
IMI Istituto mobiliare italiano
INA Istituto Nazionale delle Assicurazioni
INAIL Istituto Nazionale Assicurazione contro gli Infortuni sul Lavoro
INCE Istituto nazionale per i cambi con l'estero
IOR Istituto per le opere di religione
IOSCO International Organisation of Securities Commissions
IRFIS Istituto regionale per il finanziamento alle industrie in Sicilia
ISVAP Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e di interesse collettivo
ISVEIMER Istituto per lo sviluppo economico dell'Italia meridionale
MCC Mediocredito centrale
MCR Mediocrediti regionali
MCR Minimum Capital Requirement
MEF Ministero dell'economia e delle finanze

MIC Mercato interbancario collateralizzato
MID Mercato interbancario dei depositi
MiFid Markets in Financial Instruments Directive, dir. 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari
MTS Mercato dei titoli di Stato
OICR Organismi di investimento collettivo del risparmio
O.I.C.V.M. Organismi di investimento collettivo in valori mobiliari
OPA Offerta pubblica di acquisto
OPS Offerta pubblica di sottoscrizione
OPSc Offerta pubblica di scambio
OPV Offerta pubblica di vendita
PASF Piano di azione per i servizi finanziari
PIL Prodotto interno lordo
PSD Payments Services Directive (dir. 2007/64/CE)
QIS5 Quantitative Impact Study 5
R.C. Responsabilità civile
R.C.A. Responsabilità civile auto
ROB Riserva obbligatoria
RRG Riscontro e rettifiche giornaliere
SACE dal 1977 al 1998: Sezione speciale per l'assicurazione del credito all'esportazione; dal 1998 al 2003: Istituto per i servizi assicurativi del commercio estero; dal 2003: Servizi assicurativi del commercio estero - SACE s.p.a.
SBI Società Bancaria Italiana
SCR Solvency Capital Requirement
SEC Securities and Exchange Commission
SEE Spazio economico europeo
SEPA Single Euro Payments Area
SGA Società per la gestione degli attivi
SGR Società di gestione del risparmio
SICAV Società d'investimento a capitale variabile
SIM Società d'intermediazione mobiliare
SIR Società Italiana Resine
SME Sistema monetario europeo
SS.UU. Sezioni unite
SVIMEZ Associazione per lo sviluppo dell'industria nel Mezzogiorno
TAR Tribunale amministrativo regionale
TCE Trattato della Comunità europea
TFR Trattamento di fine rapporto
TFUE Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea

t.u.b. Testo unico bancario (d. lgs. 1° settembre 1992, n. 385)
TUE Trattato sull'Unione Europea
t.u.f. Testo unico della finanza (d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58)
UCI Ufficio centrale italiano
UE Unione Europea
UEM Unione economica e monetaria
UEP/EPU Unione Europea dei pagamenti/European Payments Union
UIC Ufficio italiano cambi
UIF Unità di informazione finanziaria
UCITS 4 Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities - dir. 2009/65/CE concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (O.I.C.V.M.)
UNRRA United Nations Relief and Rehabilitation Administration
WB World Bank
WTO World Trade Organization

Summary
A HISTORY OF BANKING, FINANCIAL AND INSURANCE LEGISLATION.
FROM ITALY'S UNIFICATION TO 2011

The book provides a joint overview of the three fields of banking, finance and insurance – lacking thus far for Italy – by retracing not only legislation but also the economic and market developments that helped shape the norms and were in turn shaped by them. The work pays special attention to European Community law. It ranges from the state of affairs before Italian national unification right down to 2011. The book consists of three sections, one for each of the three subjects (Banking, Finance, Insurance). It is addressed not only to scholars – to whom it offers a reading of original legal sources, including those farthest back in time, and of documents not always easily found, together with a very extensive bibliography – but also to legal practitioners and students first approaching the topic. An introduction describes the fundamental features of Italian banking, financial and insurance legislation that have emerged from 150 years of national history.

The aim of the «Historical Series of the Bank of Italy» is to make documents, statistics, analyses and monographic studies available to researchers in order to obtain a new economic history of modern Italy.

INDICE

COLLANA STORICA DELLA BANCA D'ITALIA

Documenti

I	*L'Italia e il sistema finanziario internazionale 1861-1914*, a cura di Marcello de Cecco, 1990.
II	*Gli istituti di emissione in Italia. I tentativi di unificazione 1843-1892*, a cura di Renato De Mattia, 1990.
III	*Giolitti e la nascita della Banca d'Italia nel 1893*, a cura di Guglielmo Negri, 1989.
IV	*La Banca d'Italia dal 1894 al 1913. Momenti della formazione di una banca centrale*, a cura di Franco Bonelli, 1991.
V	*La Banca d'Italia e l'economia di guerra 1914-1919*, a cura di Gianni Toniolo, 1989.
VI	*L'Italia e il sistema finanziario internazionale 1919-1936*, a cura di Marcello de Cecco, 1993.
VII	*La Banca d'Italia e il sistema bancario 1919-1936*, a cura di Giuseppe Guarino e Gianni Toniolo, 1993.
VIII	*La politica monetaria tra le due guerre 1919-1935*, a cura di Franco Cotula e Luigi Spaventa, 1993.
IX	*La Banca d'Italia tra l'autarchia e la guerra 1936-1945*, a cura di Alberto Caracciolo, 1992.
X	*La Banca d'Italia e il risanamento post-bellico 1945-1948*, a cura di Sergio Ricossa e Ercole Tuccimei, 1992.

XI *Luigi Einaudi, Diario 1945-1947*, a cura di Paolo Soddu - Fondazione Luigi Einaudi, Torino, 1993.

XII *La normativa sulla Banca d'Italia dalle origini a oggi*, a cura della Consulenza legale della Banca d'Italia, 1992 [con allegati CD].

XIII *Donato Menichella. Stabilità e sviluppo dell'economia italiana 1946-1960*, a cura di Franco Cotula, Cosma O. Gelsomino e Alfredo Gigliobianco, 1997.

XIV *Il potere dell'immagine. Ritratto della Banca Nazionale nel 1868*, a cura di Marina Miraglia, 2003.

Statistiche

I.1 *I conti economici dell'Italia. Una sintesi delle fonti ufficiali 1890-1970*, a cura di Guido M. Rey, 1991.

I.2 *I conti economici dell'Italia. Una stima del valore aggiunto per il 1911*, a cura di Guido M. Rey. Scritti di Giovanni Federico, Stefano Fenoaltea, Mauro Marolla, Massimo Roccas, Ornello Vitali, Vera Zamagni, 1992.

I.3° *I conti economici dell'Italia. Il conto risorse e impieghi (1891, 1911, 1938, 1951)*, a cura di Guido M. Rey. Scritti di Guido M. Rey, Ornello Vitali, Giovanna Pedullà, Antonello Biagioli, Claudio Picozza, Sandro Clementi, 2002.

I.3°° *I conti economici dell'Italia. Il valore aggiunto per gli anni 1891, 1938, 1951*, a cura di Guido M. Rey. Scritti di Giovanni Federico, Stefano Fenoaltea, Carlo Bardini, Vera Zamagni, Patrizia Battilani, 2000.

II *I bilanci degli istituti di emissione 1894-1990*, a cura di Massimiliano Caron e Luciano Di Cosmo del Servizio Ragioneria della Banca d'Italia, con la collaborazione del Banco di Napoli, del Banco di Sicilia e dell'Ufficio Italiano dei Cambi, 1993 [con allegato CD].

III *I bilanci delle aziende di credito 1890-1936*, a cura di Franco Cotula, Tullio Raganelli, Valeria Sannucci, Stefania Alieri, Elio Cerrito dell'Ufficio Ricerche Storiche della Banca d'Italia, con la consulenza scientifica di Ornello Vitali, 1996 [con allegato CD].

IV *Il commercio estero italiano 1862-1950*, di Giovanni Federico, Sandra Natoli, Giuseppe Tattara, Michelangelo Vasta, 2011.

Contributi

I *Ricerche per la storia della Banca d'Italia. Rapporti monetari e finanziari internazionali 1860-1914. Le banche di emissione in Italia fino all'inizio del Novecento. Statistiche storiche: il cambio della lira 1861-1979. Elementi di normativa sulle banche di emissione 1859-1918*. Scritti di Sergio Cardarelli, Pierluigi Ciocca, Alfredo Gigliobianco, Peter Hertner, Massimo Roccas, Valeria Sannucci, Ercole Tuccimei, Adalberto Ulizzi, 1990.

II *Ricerche per la storia della Banca d'Italia. Problemi di finanza pubblica tra le due guerre 1919-1939*, a cura di Franco Cotula. Scritti di Alberto Baccini, Domenicantonio Fausto, Giuseppe Felicetti, Andrea Ripa di Meana, Giancarlo Salvemini, Vera Zamagni, 1993.

III *Ricerche per la storia della Banca d'Italia. Finanza internazionale, vincolo esterno e cambi 1919-1939*. Scritti di Pier Francesco Asso, Andrea Santorelli, Marina Storaci, Giuseppe Tattara, 1993.

IV *Ricerche per la storia della Banca d'Italia. L'organizzazione della Banca d'Italia 1893-1947. La Banca d'Italia e la tesoreria dello Stato.* Scritti di Alberto M. Contessa, Angelo De Mattia, Pasquale Ferro, Giuseppe Mulone, Ercole Tuccimei, 1993.

V *Ricerche per la storia della Banca d'Italia. Il mercato del credito e la Borsa. I sistemi di compensazione. Statistiche storiche: salari industriali e occupazione*. Scritti di Stefano Baia Curioni, Rita Brizi, Giovanni Ferri, Paolo Garofalo, Cosma O. Gelsomino, Sandra Petricola, Vera Zamagni, 1994.

VI *Ricerche per la storia della Banca d'Italia. La bilancia dei pagamenti italiana 1914-1931. I provvedimenti sui cambi in Italia 1919-1936. Istituzioni e società in Italia 1936-1948. La Banca d'Inghilterra 1694-1913*. Scritti di Gian Carlo Falco, Giorgio Fodor, Alberto Monticone, Gabriella Raitano, 1995.

VII.1 *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta. L'Italia nel contesto internazionale*, a cura di Franco Cotula. Scritti di Franco Cotula, Juan Carlos Martinez Oliva, Maria Lucia Stefani, Giorgio Fodor, Eugenio Gaiotti, 2000.

VII.2 *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta. Problemi strutturali e politiche economiche*, a cura di Franco Cotula. Scritti di Antonio Fazio, Guido M. Rey, Pier Francesco Asso, Antonello Biagioli, Claudio Picozza, Cosma O. Gelsomino, Giorgio Fodor, Salvatore Cafiero, Domenicantonio Fausto, Paolo Garofalo, Daniela Colonna. Commenti di Marcello de Cecco, Augusto Graziani, Antonio Pedone, Paolo Sylos Labini, Franco Tutino, 1998.

VII.3 *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta. Politica bancaria e struttura del sistema finanziario*, a cura di Franco Cotula. Scritti di Giorgio Albareto, Maurizio Trapanese, Alfredo Gigliobianco, Giandomenico Piluso, Gianni Toniolo, Pier Francesco Asso, Gabriella Raitano, Paolo Croce, Federico Barbiellini Amidei, Claudio Impenna, Paolo Garofalo, Daniela Colonna. Commenti di Paolo Baratta, Francesco Cesarini, Giangiacomo Nardozzi, Marco Pagano, Giovanni Battista Pittaluga, 1999.

VIII *La Banca d'Italia in Africa*, di Ercole Tuccimei, 1999.

IX *Gli accordi di Bretton Woods. La costruzione di un ordine monetario internazionale*, di Filippo Cesarano, 2000.

X *Innovazione tecnologica e sviluppo industriale nel secondo dopoguerra*. Scritti di Cristiano Antonelli, Federico Barbiellini Amidei, Renato Giannetti, Matteo Gomellini, Sabrina Pastorelli, Mario Pianta, 2007.

Saggi e Ricerche

I *Le origini della cooperazione tra le banche centrali. L'istituzione della Banca di Regolamenti Internazionali*, di Paolo Baffi. Con un saggio di Antonio Fazio, presentazione di Andrew D. Crockett, introduzione di Charles P. Kindleberger, 2002.

II *Il Governatore Vincenzo Azzolini 1931-1944*, di Alessandro Roselli, 2000.

III *I nazisti e l'oro della Banca d'Italia. Sottrazione e recupero 1943-1958*, di Sergio Cardarelli e Renata Martano, 2000.

IV *La Banca d'Italia. Sintesi della ricerca storica 1893-1960*, a cura di Franco Cotula, Marcello de Cecco e Gianni Toniolo. Con l'introduzione di Antonio Fazio, 2003.

V *Azioni e azionisti. Il lungo Ottocento della Banca d'Italia*, di Rosanna Scatamacchia, 2008.

VI *Luigi Einaudi: libertà economica e coesione sociale*, a cura di Alfredo Gigliobianco. Scritti di Alberto Baffigi, Piero Bini, Pierluigi Ciocca, Domenico da Empoli, Valeria Della Valle, Riccardo Faucci, Francesco Forte, Pier Luigi Porta, Alessandro Roncaglia, 2010.